



MAGYAR NEMZETI BANK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV  
A MONETÁRIS TANÁCS  
2013. JÚNIUS 25-I ÜLÉSÉRŐL

**Közzététel időpontja: 2013. július 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](http://www.mnb.hu/Monetaris_politika/donteshozatal/mnbhu_mt_jegyzokonyv)

## 2 1. MAKROGAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FEJLEMÉNYEK

### Makrogazdaság

3 Az elmúlt hónapokban beérkező inflációs és bér adatok változatlanul arra utalnak, hogy a  
4 visszafogott keresleti környezet és a laza munkaerőpiac fékezően hat az árazási és  
5 bérezési döntésekre. A reálgazdasági adatok a növekedési alapfolyamatok lassú  
6 javulására utalnak.

7 Májusban a fogyasztóiár-index 1,8, a maginfláció 3,3 százalék volt. Az éves inflációs ráta  
8 és a maginfláció is 0,1 százalékponttal emelkedett az előző hónaphoz képest. Az indirekt  
9 adóktól szűrt maginfláció 1,7 százalék volt. Az infláció az előző hónapokhoz hasonlóan  
10 historikusan alacsony szinten tartózkodik. Az élelmiszerek és iparcikkek kismértékű  
11 emelkedését részben ellensúlyozta az alkohol, dohány termékkör éves indexének enyhe  
12 csökkenése. A keresletérzékeny termékek inflációja az év elején megfigyelt alacsony  
13 szinten tartózkodik. Ezen belül a piaci szolgáltatások inflációja a visszafogott belső  
14 kereslet árleszorító hatását mutathatja. Az iparcikkek árdinamikája mérsékeltnak  
15 tekinthető, a költségsokkok fogyasztói árakba való begyűrűzését a nyomott belső kereslet  
16 tompíthatja.

17 A magyar gazdaság 2013 első negyedében a megelőző negyedévhez viszonyítva  
18 növekedést mutatott, így kikerült a recesszióból, melyet termelési oldalról főképp a  
19 mezőgazdaság és az építőipar hozzáadott értékének bővülése magyaráz, míg felhasználási  
20 oldalon a készletváltozás mellett a nettó export tudott pozitívan hozzájárulni a  
21 növekedéshez. Az első negyedében a bruttó hazai termék 0,9 százalékkal csökkent az  
22 előző év azonos időszakához képest. Szezonálisan igazítva a megelőző negyedévhez  
23 képest 0,7 százalékos bővülést figyelhettünk meg. A GDP szerkezete a márciusi inflációs  
24 jelentésben bemutatott várakozásoktól némileg eltért: a lakossági fogyasztás  
25 kedvezőbben alakult, míg a nettó export az előrejelzésnél alacsonyabb lett.

26 A második negyedévre rendelkezésre álló konjunktúraindikátorok a növekedési  
27 alapfolyamatok fokozatos javulását jelzik. Az ipari termelés áprilisban 5,3 százalékkal  
28 haladta meg az egy évvel korábbi értékét, míg a munkanaphatástól megtisztított index  
29 2,9 százalékkal emelkedett. Ezzel párhuzamosan, emelkedő export és import mellett, az  
30 áruforgalmi többlet is növekedett.

31 Az előzetes adatok alapján 2013 áprilisában a gépjármű értékesítéseket nem tartalmazó  
32 kiskereskedelmi forgalom 0,7 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. A  
33 KSH igazítása szerint a naptárhatástól megtisztított éves index pedig 3,4 százalékos  
34 bővülést mutat. A növekedést elsősorban az üzemanyagforgalom bővülése magyarázza,  
35 melynek háttérében a márciusi visszaesés korrekciója állhat. A nem élelmiszer termékek  
36 forgalma stagnált, amely a keresleti alapfolyamatok stabilizálódását jelezheti.

37 2013 áprilisában éves alapon kiigazítatlan adatok szerint 9,8 százalékkal emelkedett az  
38 építőipari termelés. Az építőipari vállalkozások 2013. április végi szerződésállományának  
39 volumene 13,5 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit. A javuló építőipari  
40 teljesítményt elsősorban az EU forrásokkal finanszírozott állami infrastrukturális  
41 beruházások magyarázhatják.

42 Az elmúlt hónapban beérkezett munkapiaci adatok megerősítik, hogy a vállalati szféra  
43 jövedelmezőségének helyreállítása érdekében a bérköltség visszafogására törekszik. Az

44 első negyedévben negyedéves alapon csökkent a versenyszféra foglalkoztatottságának  
45 szintje. A munkanélküliek száma tovább emelkedett az előző negyedévekhez képest, és  
46 hasonló szinten áll, mint az előző év azonos időszakában. Az áprilisi adatok a  
47 nemzetgazdasági foglalkoztatás emelkedését jelzik, melyet nagyobb részben a  
48 közmunkások, kisebb részben a nem támogatott álláshelyek számának növekedése  
49 magyaráz. Áprilisban a korábbi hónapokhoz képest emelkedett a versenyszférában a  
50 bruttó átlagkeresetek dinamikája. Ebben egyrészt a kedvezőbb ipari termelési adat,  
51 másrészt néhány egyedi hatás játszhatott szerepet.

### Pénzügyi piacok

52 A májusi kamatdöntés óta a globális pénzügyi hangulat változóképpen alakult. A hónap  
53 második felében hangulatjavulás indult meg, azonban a júniusi kamatdöntést megelőző  
54 napokban újra a kockázatvállalási kedv erőteljes gyengülését lehetett tapasztalni. A  
55 hangulat romlását elsősorban a Fed eszközvásárlási programjának jövőjével kapcsolatos  
56 bizonytalanságok okozták, de a globális makrogazdasági helyzettel kapcsolatos kilátások  
57 romlása ugyanebbe az irányba hatott. Előbbi következményeként a fejlett országokban  
58 érdemi hozamemelkedés bontakozott ki, valamint jelentős mértékű feltörekvő-piaci  
59 eszközeladás mutatkozott. Ennek következtében a feltörekvő piacok állampapír-hozamai  
60 régióként eltérő mértékben, de mindenhol jelentősen emelkedtek. A kockázatvállalási  
61 hajlandóságban bekövetkezett csökkenést a vezető tőzsdeindexek esése, a VIX index  
62 megugrása valamint a menedékdevizák felértékelődése is jelezte: a japán jen közel 5  
63 százalékot, a svájci frank közel 2 százalékot erősödött az euróval szemben.

64 A májusi kamatdöntés óta a hazai piacon is jelentős hangulatromlás és volatilis  
65 árfolyammozgás volt megfigyelhető. Az időszak második felében kedvezővé váló  
66 befektetői hangulat átmenetinek bizonyult, és a hó végén kialakuló pénzügyi turbulencia  
67 negatívan befolyásolta a hazai folyamatokat is.

68 Az euro/forint árfolyam a hó eleji 290 közeli szintekről az időszak során többször  
69 átmenetileg 300 közelébe gyengült, de az árfolyam esését minden esetben korrekció  
70 követte. A forintárfolyam alakulása a lengyel zloty és a román lej volatilis mozgásához  
71 hasonló volt, ezzel szemben a cseh korona közel 1 százalékos erősödésével felülteljesítő  
72 volt a régióban. Az euro/forint árfolyamban tapasztalt elmozdulásokat leginkább a  
73 nemzetközi befektetői hangulatban bekövetkezett ingadozások befolyásolták. A  
74 euro/forint kurzusra vonatkozó várakozások a korábbi szintekhez képest a gyengébb  
75 árfolyam felé történő elmozdulást jeleznek.

76 A régiós országokhoz hasonlóan a magyar 5 éves CDS-felárban jelentős megugrás  
77 következett be az időszak során, majd a hónap második felében tapasztalt mérséklődést  
78 a CDS-felárak ismételt megugrása váltotta fel. A hazai 5 éves CDS-felár az időszak utolsó  
79 napján elérte a 350 bázispontos szintet, mely emelkedést egyértelműen nemzetközi  
80 hatások okozták.

81 A hazai állampapír-piaci referenciahozamok a feltörekvő országokban tapasztalt trendnél  
82 gyorsabb ütemben nőttek, majd a hó közepétől kibontakozó korrekcióban gyorsabb  
83 ütemben mérséklődtek. A hó végi hangulatromlás a benchmark hozamokat is megemelte,  
84 így a rövid futamidőkön 20-35, míg a hosszú futamidőkön jelentősen, 90-100 bázisponttal  
85 emelkedtek a benchmark hozamok. Az állampapír-aukciókat a korábbinál visszafogottabb  
86 kereslet jellemezte.

## A bankrendszer helyzete

87 Az MNB Pénzügyi Kondíciós Indexének (PKI) 2013. első negyedéves negatív értéke arra  
88 utal, hogy a pénzügyi kondíciók továbbra is fékezik a gazdasági növekedést. Bár 2012  
89 végén javulás volt megfigyelhető, 2013 első negyedévében a gyengülő árfolyam és a  
90 hitelezésben tapasztalt kamatmarzs-szintek felülmúlták az alapkamat-csökkentések  
91 pénzügyi kondíciókat javító hatásait.

92 A korábbi hónapokkal ellentétben májusban növekedett a bankrendszer vállalati  
93 hitelállománya, összesen 25 milliárd forint értékben. Áprilisban az új kihelyezésű vállalati  
94 forinthitelek átlagos kamata mind a kisebb összegű, mind pedig az 1 millió euro feletti  
95 hitelek esetében mérséklődött.

96 Májusban folytatódott a bankrendszer háztartási hitelállományának leépülése. A  
97 mérséklődés teljes összege 27 milliárd forintot tett ki, amely teljes egészében a  
98 devizahiteleken realizálódott, míg a forintállomány enyhén nőtt. Áprilisban a teljes  
99 bankszektor bruttó hitelkihelyezése több mint 25 milliárd forintot tett ki, amely enyhe  
100 emelkedést jelent a korábbi hónapokhoz képest. Az új kihelyezésű háztartási hitelek  
101 átlagos kamata változatlanul leköveti a bankközi kamatok csökkenését.

102 A pénzügyi stabilitási szempontból kulcsfontosságú pénzügyi piacok felől érkező stressz  
103 mérésére használt Rendszerszintű Pénzügyi Stressz Index az elmúlt hónapban az utóbbi  
104 időszakban megszokott, historikusan alacsony szinten maradt. Az index értéke ugyan  
105 volatilis, de nem közelítette meg a veszélyes zónát.

106 A Likviditási Stresszteszt Index áprilisban nem változott lényegesen az egy hónappal  
107 korábbi értékhez képest. A bankok még stressz alatt is képesek megfelelni a szabályozói  
108 elvárásnak, így összességében elmondható, hogy a likviditási helyzet megfelelő.

109 Az első negyedév folyamán nagymértékben nőtt a nem teljesítő hitelek aránya a  
110 háztartási portfólión belül: a hitelek 17,9 százaléka volt nem teljesítő az időszak végén. A  
111 nem teljesítések jelentős növekedése mellett így összességében enyhén csökkent e  
112 hitelek fedezettsége. A vállalati portfólión belül a 90 napnál nagyobb késettségekben levő  
113 ügyfelek aránya változatlan maradt.

114 2013 első négy hónapjában az előzetes adatok alapján a bankrendszeri adózás előtti  
115 eredménye 92 milliárd forint volt, ami jelentős részben egy bankhoz köthető. A  
116 nagybankok közül négy veszteséges és csak kettő tud felmutatni érdemben pozitív  
117 eredményt.

118 A tőkeemfelelési mutató rendszerszinten továbbra is megfelelő, de heterogenitás  
119 tapasztalható a bankok között. A Stabilitási Jelentésben publikált, 2013 első negyedévben  
120 induló, kétéves időhorizontra vonatkozó Tőke Stresszteszt Index eredménye magasabb  
121 stressz szintet jelez a korábbi időszakhoz képest. Ez több okra vezethető vissza. Egyrészt  
122 alacsonyabb a kiinduló tőkeszint, másrészt pedig a tavalyi gyenge eredmény miatt  
123 csökkent a jövedelemvárakozás is. Összességében a teljes tőkeszükséglet stressz pályán  
124 sem éri el a 70 milliárd forintot, vagyis kezelhető mértékű marad.

## 125 2. A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉSE ÉS KAMATDÖNTÉSE

126 A Monetáris Tanács megítélése szerint a középtávú inflációs kilátások összhangban  
127 maradnak a 3 százalékos cél elérésével. Rövidtávon az inflációt döntően a szabályozott  
128 árak és a nyersanyagárak csökkenése mérsékli, míg az inflációs alapfolyamatok alakulása  
129 továbbra is tükrözi a gyenge belső kereslet dezinflációs hatását. Az indirekt adók  
130 közvetlen árszintemelő hatásától szűrt inflációs ráta középtávon 3 százalék alatt  
131 maradhat. Hosszabb távon fokozatosan jelentkezhet az egyes ágazatok termelési  
132 költségeit növelő kormányzati intézkedések hatása a vállalati szektorban. A kapacitások  
133 alacsony kihasználtsága mellett azonban a fogyasztói árakba történő továbbhárítás  
134 várhatóan fokozatos és csak részleges lehet. A vállalati jövedelmezőség helyreállítása, a  
135 laza munkapiaci környezet és az inflációs várakozások alkalmazkodása előretekintve  
136 historikusan alacsony bérdinamikát eredményezhet, ami segíti az alacsony inflációs  
137 környezet fennmaradását, mely hozzájárulhat ahhoz, hogy a gazdaság nominális pályáját  
138 erősebben horgonyozza a jegybank inflációs célja.

139 2013. első negyedében erősödött a globális konjunktúra, azonban a Monetáris Tanács  
140 véleménye szerint megnövekedett egy többsebességű növekedési környezet  
141 kialakulásának a kockázata. A globális tőkepiaci hangulat korábbi javulását  
142 elbizonytalanodás követte, miközben a reálgazdasági indikátorok továbbra is  
143 visszafogottan alakulnak. Összhangban a törékeny reálgazdasági és alacsony inflációs  
144 környezettel, a nagy gazdaságok jegybankjai az elmúlt negyedévben fenntartották,  
145 illetve tovább enyhítették laza monetáris kondícióikat. A hazai kockázati megítélés  
146 szempontjából a globális pénzügyi hangulat az utóbbi negyedév nagy részében  
147 támogatónak alakult, a közelmúltban ugyanakkor növekedett a befektetői bizonytalanság.

148 A Monetáris Tanács meglátása szerint a magyar gazdaság nemzetközi összehasonlításban  
149 is kedvező év eleji növekedési üteméhez az egyes ágazatok év eleji, kibocsátást érintő  
150 korrekciója is hozzájárult. A növekedési alapfolyamatokban megfigyelhető lassú javulás  
151 azonban arra utal, hogy a hazai GDP bővülése a következő negyedévekben is  
152 folytatódhat. A növekedést rövidtávon az export vezetheti az új autóiipari kapacitásoknak  
153 köszönhetően, így a gyenge külső kereslet mellett is növekedhet a hazai export piaci  
154 részesedése. Az elmúlt évek visszaesését követően a belföldi kereslet alakulása az idei  
155 évben stabilizálódhat. A lakossági reáljövedelmek idén érdemben bővíülhetnek, azonban a  
156 felhalmozott adósságok leépítése, a szigorú hitelezési feltételek és az óvatossági  
157 motívumok korlátozhatják a fogyasztás gyorsabb bővülését. A vállalati beruházások az  
158 autóiipari beruházások kifutásával idén mérséklődhetnek. A beruházások érezhető  
159 élénkülése a keresleti kilátások javulásával párhuzamosan következhet be, amit  
160 támogathatnak a kis- és középvállalatok esetében a Növekedési Hitel Program  
161 eredményeként kialakuló kedvező hitelkondíciók. A belföldi kereslet 2014-ben bővíülhet  
162 érdemben.

163 Az Európai Unió országai között, a válság kitörése óta Magyarországon tapasztalható az  
164 egyik legjelentősebb alkalmazkodás a folyó fizetési mérleg egyenlegében. A magyar  
165 gazdaság külső egyensúlyi többlete 2013 során tovább emelkedhet, majd 2014-ben magas  
166 szinten stabilizálódhat. A külső egyensúly további javulásával párhuzamosan folytatódhat  
167 a külföldi tartozás- és adósságállomány mérséklődése, amely csökkentheti az ország külső  
168 sérülékenységét.

169 A Monetáris Tanács meglátása szerint az eredményszemléletű költségvetési hiány 2013-  
170 ban és 2014-ben is a GDP 3 százaléka alatt maradhat. A bruttó államadósság az  
171 előrejelzési horizonton csökkenő pályát mutat, 2014-re 78 százalék alá süllyedhet.

172 A Monetáris Tanács úgy látja, hogy a visszaeső beruházási aktivitás és a finanszírozási  
173 korlátok következtében a magyar gazdaság potenciális kibocsátása a válságot követően  
174 lassan bővül, a termelésbe bevonható kapacitások mértékét pedig jelentős bizonytalanság  
175 övezi. Ha a termelőkapacitások csak kisebb mértékben sérültek, akkor a potenciális  
176 kibocsátás pályája magasabban húzódhat, a gazdaság ciklikus pozíciója nyitottabb lehet.  
177 Nyitottabb ciklikus pozíció esetén a költségsokkok árazásban történő áthárítási  
178 lehetőségei még inkább korlátozottak, a vállalatokat ért költségsokkok inflációs hatásai  
179 kisebbek, ami további, érdemi monetáris lazítást indokolhat.

180 A Monetáris Tanács értékelése alapján a nemzetközi pénzügyi környezet törékennyé vált,  
181 ugyanakkor a Tanácstagok egyetértettek abban, hogy a pénzügyi mozgások mögött nem  
182 áll kizárólag a magyar gazdasággal kapcsolatos tényező. A támogató pénzügyi folyamatok  
183 fennmaradása nagyban függ a globálisan meghatározó jegybankok mennyiségi lazító  
184 programjaival kapcsolatos fejleményektől. További kockázatot jelenthet, ha az európai  
185 intézmények jelentős erőfeszítései ellenére az euroövezet recessziója elhúzódik. A  
186 Tanácstagok egyetértettek abban, hogy a pénzügyi környezet számottevő romlása  
187 szűkítheti a monetáris politika mozgásterét, ezért a nemzetközi folyamatokat továbbra is  
188 kiemelt figyelemmel kell követni.

189 A Monetáris Tanács fentiekben alapuló megítélése szerint az inflációs cél középtávú  
190 elérése, illetve a reálgazdaság helyzete további óvatos monetáris lazítást tesz lehetővé.  
191 A Monetáris Tanács megítélése szerint a monetáris politika szempontjából a gazdaságban  
192 jelenlévő szabad kapacitások mérete és a globális pénzügyi környezet jelentheti a  
193 leginkább releváns kockázatot. A monetáris politika mozgásterét az ország kockázati  
194 megítélésének tartós és érdemi elmozdulása befolyásolhatja.

195 Egyes döntéshozók felvetették, hogy a fentieket tekintve indokolt lehet a korábbiaknál  
196 részletesebb üzenetet megfogalmazni a Monetáris Tanács állásfoglalásában a  
197 kamatciklusra vonatkozóan. A tanácstagok egyetértettek abban, hogy a bizonytalanabbá  
198 váló pénzügyi környezetre vonatkozó korábbiaknál erősebb utalás célravezető a jelen  
199 helyzetben.

200 Az elnök a vitát követően kezdeményezte a szavazást, melynek során a Tanács  
201 egységesen az alapkamat 25 bázispontos csökkentését támogatta. A Monetáris Tanács úgy  
202 látja, hogy amíg az inflációs és reálgazdaság kilátások indokolják, sor kerülhet további  
203 kamatcsökkentésre, azonban a törékeny és gyorsan változó nemzetközi környezetben  
204 fokozott óvatosság indokolt.

205

206

207 **Szavazatok:**

alapkamat 4,25 százalékra történő csökkentése mellett:	7	Balog Ádám, Bártfai-Mager Andrea, Cinkotai János, Gerhardt Ferenc, Kocziszky György, Matolcsy György, Pleschinger Gyula
--	---	---

208

209 **Jelen voltak:**

210 Balog Ádám

211 Bártfai-Mager Andrea

212 Cinkotai János

213 Gerhardt Ferenc

214 Kocziszky György

215 Matolcsy György

216 Pleschinger Gyula

217

218 **A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2013. július 23-án tartja, amelyről**  
219 **2013. augusztus 7-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**