



MAGYAR NEMZETI BANK

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

**Közzététel időpontja: 2013. augusztus 7. 14 óra**

*A jegybanktörvény (a Magyar Nemzeti Bankról szóló, többször módosított 2011. évi CCVIII tv.) 3.5 (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

Az infláció az előző hónapokhoz hasonlóan továbbra is historikusan alacsony szintű, júniusban a fogyasztóiár-index 1,9 százalékos, a maginfláció pedig 3 százalékos volt. Az éves inflációs ráta 0,1 százalékponttal emelkedett, míg a maginfláció 0,3 százalékponttal mérséklődött az előző hónaphoz képest. Az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,5 százalékos volt. A középtávú inflációs kilátásokat megragadó mutatók némileg csökkentek az előző hónaphoz képest, több hónap átlagában értékelve az év eleje óta változatlanul alacsony szinten tartózkodnak.

Az ipari termelés májusban 2,1 százalékkal maradt el az egy évvel korábbi értékétől. A termelés az ágazatok széles körében mérséklődött. A főbb feldolgozóipari ágazatcsoportok közül egyedül az élelmiszeriparban emelkedett a termelés. A gépiparon belül a járműgyártás májusban stagnált, míg az elektronikai szektor teljesítménye csökkent. Az ipari értékesítéseket továbbra is a belső és külső kereslet kettőssége jellemzi: a belföldi eladások tartósan csökkennek, míg az export stagnált. Az előretekintő indikátorok közül a rendelési adatok gyengébb, egyes bizalmi indexek viszont javuló rövidtávú kilátásokat jeleznek a következő hónapokra.

A külkereskedelmi többlet havi alapon csökkent, de az év első öt hónapjában összességében nőtt az előző évhez képest. Az áruforgalmi többlet növekedését az emelkedő nettó exportvolumen mellett a cserearány javulása is támogatta.

A teljes kiskereskedelmi értékesítések volumene áprilisban 0,1 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszakának értékét. A havi trendmutatók a forgalom mérsékelt emelkedésére utalnak. A lakossági fogyasztást meghatározó legfontosabb makrogazdasági tényezők közül a reálkeresetek áprilisban enyhén emelkedtek, a lakossági bizalmi indikátor pedig továbbra is javuló kilátásokat jelez. Ugyanakkor a fogyasztási célú hitelállomány tovább csökkent. A folytatódó mérlegalkalmazkodás és a szigorú hitelfeltételek mellett a háztartásokat továbbra is óvatos fogyasztói viselkedés jellemzi.

Az építőipari termelés 2013 májusában éves alapon a kiigazított adatok alapján 11,2 százalékkal emelkedett. Az építőipari vállalkozások 2013. május végi szerződésállományának volumene 10,4 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit. A májusi növekedést a rendkívül alacsony előző évi bázis mellett első sorban az EU forrásokkal finanszírozott állami infrastrukturális beruházások magyarázhatják.

Az elmúlt hónapban beérkezett munkapiaci adatok megerősítik, hogy a vállalati szféra jövedelmezőségének helyreállítása érdekében a bérköltség visszafogására törekszik. A versenyszektor bérintéze az év első hónapjaihoz hasonlóan visszafogottan alakult májusban, az áprilisban megfigyelt ágazati különbségek továbbra is fennmaradtak, intenzívebb bérezés továbbra is a feldolgozóiparhoz köthető. A májusi munkaerő-felmérés adatai alapján folytatódott a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszámának növekedése. A meghirdetett üres álláshelyek alakulása alapján azonban ez döntően a közfoglalkoztatás további bővülésével magyarázható, így a versenyszektor foglalkoztatása továbbra sem járulhatott érdemben hozzá a nemzetgazdasági foglalkoztatás növekedéséhez.

## Pénzügyi piacok

Az előző kamatdöntés óta eltelt időszakban a globális pénzpiaci környezet a többszöri megingás ellenére összességében kedvezően alakult. A kockázatvállalási hajlandóságot jelző indikátorok érdemben javultak, a fejlett piaci tőzsdeindexek jelentősen emelkedtek, valamint a régiós devizák is erősödtek. Ugyanakkor a hónap során átmeneti piaci hangulatromlást okoztak a kínai bankközi piaci feszültségről, valamint a kínai növekedési kilátásokról érkező kedvezőtlen hírek. A portugál kormányválság, Ciprus - részleges államcsődöt jelző szintre történt - leminősítése, valamint a görög hitelprogram jövőjéhez kötődő aggodalmak szintén a kockázatkerülő magatartás irányába hatottak. Az amerikai jegybank felől érkező piacnyugtató jelzések, valamint az EKB és a Bank of England várható kamatpályára utaló („forward guidance”) kommunikációja ugyanakkor javítani tudta a befektetői hangulatot.

A globális piaci eseményeket továbbra is a Fed mennyiségi lazítási programjának jövőjével kapcsolatos várakozások befolyásolják leginkább. A legfrissebb Fed jegyzőkönyv érdemben nem változtatta meg a program kivezetéséről alkotott képet.

A fenti események az állampapír-piaci hozamokat is érdemben befolyásolták: július elejére a 10 éves állampapírhozam az Egyesült Államokban és Németországban is megugrott, és a piacnyugtató nyilatkozatok hatására is csak kisebb korrekció következett be. Az eurozóna periféria hozamai elsősorban a zónából érkező kedvezőtlen hírekre reagáltak. A portugál 10 éves hozam 30 bázisponttal emelkedett, míg a spanyol és olasz benchmark hozamok 35-40 bázisponttal mérséklődtek.

Hazánkban az előző kamatdöntés óta elsősorban a nemzetközi pénzügyi piaci hangulat alakulásában megfigyelt pozitív fordulatnak köszönhetően lényegében az összes piacon kedvező folyamatok voltak tapasztalhatók. Néhány hazai mutató régiós viszonylatban relatíve jól, vagy felülteljesítőnek bizonyult, ami alapján arra lehet következtetni, hogy a júniusban felerősödött globális kockázatkerülés enyhülése mellett országspecifikus tényezők is segítették a javulást.

A forint euróval szembeni árfolyama két nagyobb hullámban összességében 1 százalékkal erősödött, ami alapvetően a régiós devizákéhoz hasonló teljesítményt jelentett. Kedvező jelnek tekinthető továbbá, hogy a forint opciós jegyzések is a leértékelődési várakozások enyhülését jelezték.

Magyarország kockázati megítélése javult az előző kamatdöntés óta, ami mind a CDS jegyzésben, mind pedig az állampapír-piaci hozamokban megmutatkozott. A magyar 5 éves CDS felár az időszak eleji 340 bázisponttól 290 közelébe süllyedt, míg az 5 éves euro devizakötvény-felár 30 bázisponttal mérséklődött. A szűken vett közép-kelet európai régióban hasonló javulást lehetett megfigyelni.

A hazai állampapír-piaci referenciahozamok a kockázati megítélésünk javulásával párhuzamosan szintén csökkentek. A feltörekvő piacokról történő tőke kivonás ellenére a nem rezidens szereplők forint állampapír-állománya a mindenkori historikus rekordot jelentő 5200 milliárd forintos szint közelébe duzzadt az elmúlt négy hét alatt.

## A bankrendszer helyzete

Az MNB Pénzügyi Kondíciós Indexének előzetes adatok alapján készült, 2013. második negyedéves negatív értéke arra utal, hogy a pénzügyi kondíciók továbbra is fékezik a gazdasági növekedést. A 2013 első negyedévében tapasztalt romlás után a második negyedévben kisebb javulás volt látható, az index azonban negatív tartományban maradt.

A bankrendszer vállalati hitelezése az előző hónap bővülését követően júniusban ismét mérséklődött, összesen 56 milliárd forint értékben. Az állomány csökkenése a forinthiteleknél jelent meg, míg a devizahitelek állománya emelkedett a hónap során. Májusban az új kihelyezésű vállalati forinthitelek átlagos kamata mind a kisebb összegű, mind pedig az 1 millió euró feletti hitelek esetében enyhén mérséklődött.

Júniusban tovább folytatódott a bankrendszer háztartási hiteleinek leépülése. A mérséklődés összesen az előző havihoz hasonló mértéket, mintegy 40 milliárd forintot tett ki, amely nagyobb részt a devizahiteleken realizálódott, de a forintállomány is kissé csökkent júniusban. Az új kihelyezésű háztartási hitelek átlagos kamata változatlanul leköveti a bankközi kamatok csökkenését.

Pénzügyi stabilitási szempontból kulcsfontosságú pénzügyi piacok felől érkező stressz mérésére használt Rendszerszintű Pénzügyi Stressz Index az elmúlt hónapban kis növekedés után visszacsökkent korábbi szintjére, és távol van a veszélyes zónától.

A Likviditási Stresszteszt Index júniusban enyhén nőtt az egy hónappal korábbi értékhez képest. A bankok még stressz alatt is képesek megfelelni a szabályozói elvárásnak. Összességében a likviditási helyzet megfelelő. A kombinált stresszteszt a június végi árfolyamot veszi alapul, így a 15 százalékos leértékelődést feltételező stressz-árfolyam 339 forint/eurós árfolyamot jelent.

Az első félévben az előzetes adatok alapján a bankrendszer adózás előtti eredménye 73 milliárd forint volt. Ez jelentős részben egy bank eredménye. A nagybankok közül négy veszteséges, és csak három tud felmutatni érdemben pozitív eredményt. A 12 havi gördülő ROE -1 százalék.

A tőke megfelelési mutató rendszerszinten továbbra is megfelelő, de heterogenitás tapasztalható a bankok között. A mutató március végén 16,7 százalék volt jelentős növekedés után. A Stabilitási Jelentésben publikált, 2013 első negyedévben induló, kétéves időhorizontra vonatkozó Tőke Stresszteszt Index eredménye magasabb stressz szintet jelez a korábbi időszakhoz képest. Ez több okra vezethető vissza. Egyrészt alacsonyabb a kiinduló tőkeszint, másrészt pedig a tavalyi gyenge eredmény miatt csökkent a jövedelemvárakozás is. Az emelkedést ezek mellett az is magyarázza, hogy három nagybanknál is tőkehiány lép fel, de viszonylag kis mértékű. Összességében a teljes tőkeszükséglet stressz pályán sem éri el a 70 milliárd forintot, vagyis az kezelhető mértékű marad. Előretekintve kockázatot jelent a gyenge jövedelmezőség, ami főként a bankadónak, a hitelezési veszteségeknek, valamint az alacsony aktivitásnak tudható be.

## 2. A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉSE ÉS KAMATDÖNTÉSE

A Monetáris Tanács megítélése szerint a tavalyi recessziót követően a gazdaság növekedése idén újra megindulhat. A kibocsátás azonban továbbra is elmarad potenciális szintjétől, a munkanélküliség pedig meghaladja a strukturális tényezők által meghatározott hosszú távú szintjét. A Monetáris Tanács a gyenge keresleti környezet tartós fennmaradására számít, ami biztosítja, hogy az inflációs nyomás az elkövetkező időszakban alacsony maradjon.

Az infláció júniusban továbbra is alacsony szinten maradt. A historikusan alacsony inflációs folyamatok részben maginfláción kívüli tényezők áralakulásához köthetőek. Emellett az inflációs alapfolyamatokat megragadó indexek tovább csökkentek, és az év eleje óta alacsony szinten alakulnak, ami a visszafogott belső kereslet erős árleszorító hatását tükrözi. Az alacsony bérdinamika arra utal, hogy a vállalatok termelési költségeik emelkedéséhez erőteljesebben alkalmazkodnak a munkaköltségeken keresztül, így a fogyasztói árakon keresztül történő áthárítás mérsékelt lehet. A Tanács megítélése szerint mindezek arra utalnak, hogy az inflációs alapfolyamatok visszafogottak maradnak, és az inflációs kockázatok középtávon is mérsékeltek.

2013 során a magyar gazdaság kikerülhet a recesszióból. A növekedést meghatározó alapfolyamatokban egyelőre nem történt érdemi elmozdulás: a globális konjunkturális kilátások gyengék, miközben a belföldi kereslet bővülését az óvatossági megfontolások korlátozzák. A növekedés tartós élénkülése az év végétől, az exportpiacok keresletének javulásával párhuzamosan várható. A gazdaság külső egyensúlyi helyzete továbbra is kedvező.

A Monetáris Tanács értékelése alapján a globális pénzügyi piacokat az elmúlt hónap során a kockázatvállalási hajlandóság jelentős ingadozása jellemezte. A hazai kockázati mutatók az elbizonytalanodó nemzetközi pénzügyi környezetben is mérséklődtek és jelentős hazai eszközadatokra nem került sor. A Monetáris Tanács néhány tagjának meglátása szerint ez jelentős és kedvező változás az eddig megfigyelt tendenciákhoz képest, ugyanakkor rámutattak, hogy a feltörekvő piacokon tapasztalt forráskivonás számos esetben országspecifikus tényezőkhöz köthető. A Monetáris Tanács értékelése alapján továbbra is kockázatot jelent a globális pénzügyi hangulat változékonyabbá válása és a világgazdasági növekedési kilátások bizonytalansága, ami az óvatos monetáris politika fenntartását indokolja.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a magyar gazdaságot számottevő szabad kapacitás jellemzi, az inflációs nyomás pedig középtávon is mérsékelt maradhat. Az elmúlt hónapban beérkezett adatok megerősítik, hogy a gyenge kereslet dezinflációs hatása erőteljesen érvényesül, ezért a vállalatok termelési költségeik emelkedését csak korlátozottan tudják árazásukban érvényesíteni. A 3 százalékos inflációs cél elérését így lazább monetáris politika biztosítja. A globális pénzügyi környezet ugyanakkor az elmúlt időszakban változékonyan alakult. A monetáris politika mozgásterét az ország kockázati megítélésének tartós és érdemi elmozdulása befolyásolhatja.

Az elnök a vitát követően kezdeményezte a szavazást, melynek során a Tanács egységesen az alapkamat 25 bázispontos csökkentését támogatta. A Monetáris Tanács megítélése szerint a következő hónapokban az eddig végrehajtott jelentős kamatcsökkentések és a változékony pénzügyi piaci környezet a kamatcsökkentések ütemének vagy mértékének megváltoztatását indokolhatja. A tanácstagok egyetértettek

abban, hogy a kamatpolitika várható vitelében beálló változásokat célszerű jelezni a piaci szereplők felé.

**Szavazatok:**

<b>alapkamat 4,00 százalékra történő csökkentése mellett:</b>	<b>7</b>	Balog Ádám, Bártfai-Mager Andrea, Cinkotai János, Gerhardt Ferenc, Kocziszky György, Matolcsy György, Pleschinger Gyula
---	----------	---

**Jelen voltak:**

Balog Ádám

Bártfai-Mager Andrea

Cinkotai János

Gerhardt Ferenc

Kocziszky György

Matolcsy György

Pleschinger Gyula

**A Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2013. augusztus 27-én tartja, amelyről 2013. szeptember 12-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**