



## RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV A MONETÁRIS TANÁCS 2013. AUGUSZTUS 27-I ÜLÉSÉRŐL

**Közzététel időpontja: 2013. szeptember 12. 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

Az infláció az előző hónapokhoz hasonlóan historikusan alacsony szinten tartózkodik. A középtávú inflációs kilátásokat megragadó mutatók érdemben nem változtak az előző hónaphoz képest és az év eleje óta alacsony szinten alakulnak. A fogyasztóiár-index júliusban 1,8, a maginfláció 2,8, az indirekt adóktól szűrt maginfláció pedig 1,5 százalék volt. Az éves inflációs ráta 0,1 százalékponttal, míg a maginfláció 0,2 százalékponttal mérséklődött az előző hónaphoz képest. A maginflációs termékkör kedvező árdinamikájához hozzájárul a nyomott belső kereslet. A maginfláción kívüli tételek közül a feldolgozatlan élelmiszerek éves indexének csökkenését ellensúlyozta a jármű üzemanyagárak inflációjának emelkedése. A piaci szolgáltatások július havi áralakulása a korábbi évek azonos hónapjainak megfelelő volt. A megfigyelt historikusan alacsony infláció a visszafogott belföldi kereslet erős árleszorító hatását mutathatja.

Az elmúlt hónapban beérkezett munkapiaci adatok szerint júniusban mérséklődött a versenyszféra bérdinamikája az előző hónapokhoz képest. Az idei második negyedévben a 15-74 év közötti foglalkoztatottak létszáma 1,4 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg a munkanélküliek száma 4,9 százalékkal 10,3 százalékra csökkent.

Az előzetes – komponenseket még nem tartalmazó – adatok alapján 2013 második negyedévében a bruttó hazai termék 0,5 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest, az előző negyedévhez viszonyítva pedig 0,1 százalékkal növekedett. A rendelkezésre álló indikátorok alapján a bővülés döntő részben vélhetően a mezőgazdasághoz és az építőiparhoz köthető.

A havi indikátorok a mérséklődő nettó export mellett a belső kereslet lassú emelkedését jelzik. Az év első hat hónapját vizsgálva az előzetes adatok alapján mind az export, mind az import mintegy 0,9 százalékkal tudott bővülni euro alapon, míg a külkereskedelmi mérleg az első félévet 3,7 milliárd eurós aktívummal zárta.

Júniusban 0,6 százalékkal maradt el az ipari termelés volumene az előző év azonos időszakától. A szezonálisan és munkanaphatástól megtisztított havi változás 1,2 százalékos bővülést mutatott. Ezzel összhangban az ipar exportértékesítése is emelkedett. Az összes rendelésállomány 10,5 százalékkal haladta meg az előző év júniusát, ám az új rendelések volumene csökkent az előző évhez képest.

A teljes kiskereskedelmi értékesítések volumene júniusban 0,3 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakának értékétől. A havi trendmutatók az utóbbi hónapokban a forgalom fokozatos emelkedését jelzik. A lakossági hitelaktivitás ugyanakkor továbbra is gyenge. A folytatódó mérlegalkalmazkodás mellett a háztartásokat továbbra is óvatos fogyasztói viselkedés jellemezheti.

Az építőipari aktivitást a visszaeső lakáspiac és az élénkülő infrastrukturális beruházások kettőssége alakítja. Az építőipari termelés júniusban tovább emelkedett, éves alapon 12,4 százalékkal. Ugyanakkor a második negyedévben

az átadott új építésű lakások száma 22,9 százalékkal csökkent, a kiadott lakásépítési engedélyek száma pedig 26,4 százalékkal mérséklődött.

### **Pénzügyi piacok**

A júliusi kamatdöntés óta a globális gazdasági folyamatokat övező kockázatok fennmaradtak, valamint a nemzetközi befektetői hangulat sérülékenysége sem csökkent érdemben. Míg az időszak elején a befektetői hangulat kedvezően alakult, addig a hó végére megváltozott a kép, és csökkent a globális kockázati étvágy, ami a VIX index és az EMBI Global kockázatvállalási hajlandóságot mérő mutatók megugrásában is megmutatkozott.

Az elmúlt időszak elején még vegyes makroadatok láttak napvilágot az USA-ban, majd a később egyre kedvezőbbé váló kilátások erősítették azt a piaci várakozást, miszerint az amerikai jegybank már szeptemberben elkezd az eszközvásárlások ütemének csökkentését. Az eurozónából érkező makroadatok is a gazdasági fellendülés jeleit mutatták, míg az európai feltörekvő régióra vonatkozóan vegyes a kép. A kínai növekedéssel kapcsolatos aggodalmak a kedvező külkereskedelmi mérleg és ipari termelési adatok hatására átmenetileg kikerültek a befektetői figyelem fókuszából.

Augusztusban is kiemelt figyelem övezte a fejlett jegybankok monetáris politikáját. A piaci várakozásokkal összhangban sem az Európai Központi Bank, sem a Bank of England nem változtatott a monetáris kondícióin, azonban az előretékintő iránymutatás eszközével élve a kamatszint tartósan alacsony szinten tartását, ezzel egy hosszán tartó laza monetáris politikát vetítettek előre.

A hónap közepétől a fejlett piacokon jelentős hozamemelkedés indult, melynek során az amerikai 10 éves állampapírhozam kétéves csúcsra, 2,9 százalékgig emelkedett. Az eurozóna periféria országokban tapasztalt hozamcsökkenést érdemben lassította a fejlett piaci hozam-megugrás, míg a közép-kelet-európai régióban a hozamemelkedés markánsabb begyűrűzése volt megfigyelhető.

Magyarországon az előző kamatdöntés óta a piaci folyamatokat a nemzetközi fejleményeken kívül a kamatdöntést követő sajtótájékoztató interpretációja, illetve a devizahiteles mentőcsomaggal kapcsolatos várakozások határozták meg. Összességében a régiótól kismértékű elszakadás mutatkozott, főként a hosszú hozamok, részben pedig az árfolyam és a CDS-felár tekintetében. A devizahiteles mentőprogrammal kapcsolatos nyilatkozatokat követően a forint egy ideig alulteljesítő volt a régióban, összességében 1,5-2 százalékot értékelődött le a hazai deviza árfolyama. A korona enyhén erősödött, míg a román lej és a zloty kis mértékben gyengült az euróval szemben.

Míg az állampapír-piaci hozamgörbe eleje nem változott érdemben az elmúlt hónapban, addig a hazai hosszú lejáratú állampapír-piaci referenciahozamokban jelentős emelkedést lehetett tapasztalni, így a hozamgörbe meredeksége számottevően nőtt. Magyarország kockázati megítélésének romlása a CDS jegyzésekben és a hosszú lejáratú devizakötvény hozamokban is megmutatkozott. Az 5 éves CDS-felár mértéke az időszak eleji 295 bázispontról 325 közelébe emelkedett.

## A bankrendszer helyzete

Az MNB Pénzügyi Kondíciós Indexének (PKI) 2013. második negyedéves 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 látható, az index azonban változatlanul negatív.

Júliusban a korábbi hónapokhoz képest nagyobb mértékben, összesen 94 milliárd forinttal csökkent a bankszektor vállalati hitelállománya. A devizahiteleken belül a rövid és a hosszú lejáratú hitelek is mérséklődtek, de csökkent a rövid futamidejű forintbitelek állománya is. Júniusban az új kihelyezésű vállalati forintbitelek átlagos kamata az 1 millió euro alatti hitelösszegek esetében mintegy 30 bázisponttal csökkent, míg az 1 millió euro feletti hitelek átlagos kamata stagnált.

Júliusban tovább folytatódott a bankrendszer háztartási hiteleinek leépülése. A mérséklődés az előző havihoz hasonló mértékűt, összesen 38 milliárd forintot tett ki. Ez nagyobb részt a devizahiteleken realizálódott, míg a forintállomány kismértékben emelkedett a hónap során. Az új kihelyezésű háztartási lakáshitelek átlagos kamata változatlanul lekövette a bankközi kamatok csökkenését, míg a szabadfelhasználású forint jelzálogbitelek átlagos kamata azt meghaladóan mérséklődött.

A pénzügyi stabilitási szempontból kulcsfontosságú pénzügyi piacok felől érkező stressz mérésére használt Rendszerszintű Pénzügyi Stressz Index az elmúlt hónapban összességében változatlan maradt, és távol van a veszélyesnek tekintett szinttől.

A Likviditási Stresszteszt Index júliusban enyhén romlott az egy hónappal korábbi értékéhez képest, amely mind a pufferek csökkenésében, mind pedig a hiányok emelkedésében tetten érhető. Összességében a likviditási helyzet megfelelőnek tekinthető. A kombinált stresszteszt a július végi árfolyamot veszi alapul, így a 15 százalékos leértékelődést feltételező stressz-árfolyam 345 HUF/EUR-t jelent.

A második negyedév folyamán kismértékben, 17,7 százalékra csökkent a nem teljesítő hitelek aránya a háztartási portfólión belül. A vállalati portfólión belül a 90 napnál nagyobb késétségben levő ügyfelek aránya azonban 20 százalékra nőtt.

2013. június végén a bankrendszer kumulált adózás előtti eredménye 47 milliárd forint volt, ami lényegesen több, mint az előző évi 11 milliárd forintos eredmény, a megelőző évekhez képest azonban továbbra is alacsonynak számít, emellett számottevő heterogenitás mutatkozik a bankok között. A nagybankok közül négy veszteséges, és csak három tud felmutatni pozitív eredményt. A bankszektor 12 havi gördülő sajáttőke-arányos nyereség mutatója -2 százalék.

A tőkemegfelelési mutató erős, 2013. június végén 16,6 százalék, miközben a tőkemegfelelés eloszlása továbbra is aszimmetrikus. A Stabilitási Jelentésben publikált, 2013 első negyedévben induló, két éves időhorizontra vonatkozó Tőke Stresszteszt Index eredménye magasabb stressz szintet jelez a korábbi időszakhoz képest. Összességében a teljes tőkeszükséglet stressz pályán sem éri el a 70 milliárd forintot, vagyis kezelhető mértékű marad. Előretekintve

kockázatot jelent a gyenge jövedelmezőség, ami főként a bankadónak, a hitelezési veszteségeknek és az alacsony aktivitásnak tudható be.

## 2. A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉSE ÉS KAMATDÖNTÉSE

A Monetáris Tanács megítélése szerint idén a magyar gazdaság fokozatosan bővíthet, azonban a kibocsátás 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, aminek következtében az inflációs nyomás középtávon is alacsony maradhat.

A júliusi adat historikusan alacsony inflációs környezetet mutat. Bár az inflációt átmeneti hatások is csökkentik, az inflációs alapfolyamatok stabilan alacsony dinamikája 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 árak közvetítésével történő áthárítás mérsékelt lehet. A Tanács megítélése szerint mindezek arra utalnak, hogy a magyar gazdaságban nincs érdemi inflációs nyomás, az inflációs kockázatok pedig középtávon is mérsékeltek maradhatnak, ami hozzájárul az inflációs várakozások horgonyzásához. A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a monetáris politika ebben a környezetben laza monetáris kondíciókkal tudja segíteni az inflációs cél középtávú elérését.

Az idei év során a magyar gazdaság kikerült a recesszióból. A belső kereslet javulása a folytatódó mérlegalkalmazkodás és a háztartások óvatossága miatt csak fokozatos lehet, miközben a külső konjunktúrában, elsősorban a fejlett országokhoz köthetően, az élénkülés jelei mutatkoznak. A külső kereslet jövőbeli alakulását ugyanakkor bizonytalanná teszi a feltörekvő régiók növekedésének lassulása. A növekedés tartós élénkülése az év végétől, az exportpiaci kereslet érdemi javulásával párhuzamosan várható. A Monetáris Tanács tagjainak véleménye szerint a reálgazdasági folyamatok lazább monetáris politikát indokolnak.

Az ország kockázati megítélése a bizonytalan nemzetközi pénzügyi környezetben kis mértékben romlott, melyben nemzetközi és ország specifikus okok egyaránt közrejátszottak. A Monetáris Tanács értékelése alapján változatlanul kockázatot jelent a globális pénzügyi hangulat változékonyabbá válása, ami az óvatos monetáris politika fenntartását indokolja. Ezen kívül a monetáris tanács néhány tagja felhívta a figyelmet több, szeptemberben várható esemény, mint például a devizahitelek helyzetét rendezni szolgáló csomag, valamint az amerikai Federal Reserve eszközvásárlási programjával kapcsolatos bejelentések miatti bizonytalanságra is.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a magyar gazdaságot számottevő kihasználatlan kapacitás jellemzi, az inflációs nyomás pedig középtávon is mérsékelt maradhat. A beérkező adatok továbbra is arra utalnak, hogy a gyenge kereslet dezinflációs hatása erőteljesen érvényesül, ezért a vállalatok termelési költségeik emelkedését csak korlátozottan tudják árazásukban érvényesíteni. A 3 százalékos inflációs cél középtávú elérését így lazább monetáris politika biztosítja. A globális pénzügyi környezet az elmúlt időszakban átmeneti stabilizálódást követően ismét változékonyabban alakult. A monetáris politika mozgásterét az ország kockázati megítélésének tartós és érdemi elmozdulása befolyásolhatja.

A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az inflációs és reálgazdasági folyamatok lehetőséget adnak a monetáris kondíciók lazítására. Az eddig végrehajtott, összességében jelentős mértékű monetáris lazítás tükrében, az ország kockázati megítélésének alakulását figyelembe véve azonban indokolt a kamatcsökkentések ütemének

mérséklése. A lassítás mértékét illetően nem volt egységes a döntéshozók megítélése. A Tanács két tagja a következő hónapban várható bizonytalanságok miatt az eddigiekhez képest érezhetően kisebb mértékű kamatcsökkentésre tett javaslatot. A Tanács többi tagja azonban az inflációs, valamint reálgazdasági folyamatok alakulását hangsúlyozva az alapkamat nagyobb – az eddigi lépésköztől enyhén elmaradó - mértékű csökkentését tartotta indokoltnak. Egy tanácsstag azon véleményének adott hangot, hogy a következő időszakban a csökkentés mértéke ne haladja meg a mostani mérséklés ütemét, ez legyen a maximális csökkentési lépték.

Az elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat 20 bázispontos csökkentését öt tanácsstag támogatta, míg ketten a kamatszint 10 bázispontos mérséklése mellett tették le voksukat. 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 indokolhatják. A tanácsstagok egyetértettek abban, hogy a kamatpolitika várható vitelében beálló változásokat célszerű jelezni a piaci szereplők felé.

#### **Szavazatok:**

<b>alapkamat 3,80 százalékra történő csökkentése mellett:</b>	5	Balog Ádám, Bártfai-Mager Andrea, Gerhardt Ferenc, Kocziszky György, Matolcsy György
<b>alapkamat 3,90 százalékra történő csökkentése mellett:</b>	2	Cinkotai János, 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. szeptember 24-én tartja, amelyről 2013. október 9-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**