



MAGYAR NEMZETI BANK

RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV  
A MONETÁRIS TANÁCS  
2013. JANUÁR 29-I ÜLÉSÉRŐL

**Közzététel időpontja: 2013. február 13. 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 elmúlt hónapban beérkezett makrogazdasági adatok többsége a decemberi inflációs jelentés alappályájával összhangban áll. A decemberi inflációs adat kissé alacsonyabb volt a jegybank szakértői által vártnál, azonban az inflációs és a bérezési alapfolyamatok jövőbeni alakulását tekintve az év eleji adatok lesznek informatívak. Az ipari termelés ugyan emelkedett, azonban a külső konjunktúra és a bizalmi indikátorok is kedvezőtlen tendenciákra utalnak, miközben az építőipari és kiskereskedelmi adatok továbbra is a belső kereslet visszafogottságát jelzik.

2012 decemberében enyhén csökkent az infláció, a fogyasztóiár-index 5,0 százalékra, az éves maginfláció 4,9 százalékra mérséklődött. Az infláció és a maginfláció 0,2 százalékponttal csökkent az előző hónaphoz képest. A beérkező adatok kismértékben elmaradtak a jegybanki szakértők várakozásaitól. Az eltérés mögött az élelmiszerek és az alkohol, dohány termékek alacsonyabb inflációja áll. A nyersélelmiszerek árának emelkedése ellenére a feldolgozott élelmiszerek drágulása elmaradt a korábbi (2007-ben és 2010-ben tapasztalt) élelmiszerár-sokkok idején megfigyelttől, ami a gyenge belső kereslet erőteljes árleszorító hatására utal. Így a beérkezett adatok önmagukban enyhén lefelé mutató kockázatot jelentenek. Ugyanakkor az elmúlt hetekben a forint gyengébb volt a decemberi előrejelzésben feltételezettnél, ami felfelé mutató kockázatot jelent. A keresletérzékeny és a ritkán változó árú termékek éves inflációja nagyjából változatlanul alakult. Összességében az adatok változatlan inflációs folyamatokat jeleznek; az inflációs alapfolyamatok tekintetében elsősorban az év elején beérkező adatok lesznek informatívak.

A GDP a harmadik negyedévben 1,5 százalékkal csökkent, az elmúlt hónapban beérkezett információk a negyedik negyedévre inkább lefelé mutató kockázatokat jelentenek. Az ipari termelés némiképp emelkedett az előző hónaphoz képest, de az ágazatok széles körében továbbra is csökkenés volt jellemző. A külkereskedelmi forgalom visszaesett novemberben az előző hónaphoz képest, a külkereskedelmi egyenleg csökkenő export és import mellett enyhén romlott. A külső konjunktúrára vonatkozó beérkező adatok és a bizalmi indikátorok további lassulást jeleznek. Az építőipari termelés volumene – a harmadik negyedéves átmeneti élénkülés után – novemberben ismét nagymértékben csökkent az előző év azonos időszakához képest.

Ugyanakkor a járműipari új exportrendelés az egyedi hatások kiszűrése után is érezhetően emelkedett, így a következő év során az autóipar felfutása ellensúlyozhatja a többi szektor csökkenő termelését. Az új exportrendelések emelkedése a következő év elejére felfelé mutató kockázatot jelent a decemberi inflációs jelentésben publikált előrejelzéshez képest.

A teljes kiskereskedelmi forgalom volumene októberben 3,2 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakának értékétől. A forgalom visszaesése a termékek széles körében volt megfigyelhető. A lakossági fogyasztást leginkább meghatározó tényezők közül a reál nettó keresetösszeg továbbra is csökkent éves összevetésben, emellett a változatlanul gyenge hitelaktivitás is korlátozza a fogyasztásra fordítható kiadásokat. Az inflációs jelentés óta beérkezett adat megfelelt az abban bemutatott képnek, így a lakossági fogyasztás csökkenésének folytatódása várható.

Novemberben a bruttó átlagkeresetek a nemzetgazdaságban 5,4 százalékkal, a versenyszférában 6,2 százalékkal emelkedtek. A versenyszféra bérintéxe lassult a korábbi hónapokhoz képest, ami a rendszeres keresetek és a prémiumfizetések visszafogását tükrözi. Az alternatív bérintézési mutatók mind a bruttó átlagkeresetek, mind pedig a rendszeres keresetek esetében nagyjából változatlanul alakultak az év kezdete óta; novemberben mérséklődést mutattak. A novemberi bejövő adat megfelelt a jegybank várakozásainak, az előrejelzésben várt bérvisszafogás érzékelhető volt. Azonban a bérek alapfolyamatai tekintetében csak a 2013 eleji adatok lesznek iránymutatók.

### Pénzügyi piacok

A decemberi kamatdöntés óta összességében folytatódott a nemzetközi befektetői bizalom erősödése. December végén ugyan a hangulat javulása megtorpant az USA automatikus költségvetési kiigazításával kapcsolatos aggályok következtében, a problémát átmenetileg orvosló kongresszusi megállapodás január elején ismét az optimizmusnak adott teret. Emellett a befektetői hangulat javulását segítette elő több, a vártnál jobb makrogazdasági adat, az összességében eddig kedvezőnek ítélt negyedik negyedéves amerikai gyorsjelentési szezon, az európai bankfelügyeletről szóló döntés, a bázeli likviditási előírások határidejének négy évvel történő kitolása és Görögország vártnál nagyobb mértékű felminősítése.

A vezető tőzsdeindexek 1-7 százalékkal kerültek a december közepi induló érték fölé, és a jelentősebb feltörekvő részvénypiaci indexek hasonló mértékben emelkedtek. A nyersanyagárak felfelé mozdultak el, a Brent kőolaj 4 százalékkal drágult. Csökkentek a CDS-kompozitindexek és a feltörekvő piaci hozamfelárak egyaránt mérséklődtek, a részvénypiaci volatilitást mérő VIX index utoljára 2007-ben tapasztalt szintre süllyedt. A devizapiacra a javuló kockázatvállalási kedvnek megfelelően a menedékdevizák gyengültek. A feltörekvő országok devizaárfolyamai vegyesen alakultak, összességében a devizapiaci kockázatokra vonatkozó mutatók mérsékelt szinten tartózkodnak.

Felemásan teljesítettek a hazai eszközök az elmúlt bő 5 hetes időszakban. Hazánk kockázati megítélése a CDS-felár illetve a devizakötvény-felár alapján javult, a forint azonban érdemi gyengülést mutatott. Az állampapír-piaci hozamgörbe a rövidebb szegmensen tovább süllyedt, a pozitív folyamat a hosszabb futamidőkön azonban az időszak végén már megfordult. Az euróhoz viszonyított hosszú távú határidős hozamfelár a szeptember óta tartó csökkenő trendet megtörve látványosan megemelkedett az elmúlt bő 4 hét alatt.

A forint a megelőző kamatdöntés óta közel három százalékot gyengült: az időszak eleji 288-as szintről két nagyobb leértékelődési hullámban egészen a 297-es szintre emelkedtek a jegyzések. A gyengülést javarészt országspecifikus tényezők hajtották: a márciusi jegybanki vezetőváltással kapcsolatos bizonytalanság, a forint várható gyengülését eredményező nemkonvencionális eszközök bevezetésével kapcsolatos találgatások mind a hazai deviza leértékelődésének irányába hatottak. Az elemzőházak legfrissebb árfolyam-várakozásai érdemi romlást mutatnak a január eleji Reuters felméréshez képest: az akkori 285-ös medián várakozással szemben a legújabb prognózisok 285-300-as sávval számolnak az euro/forint árfolyamot illetően. A régióban a cseh korona és a zloty is a forintéhoz hasonló mértékben értékelődött le, a folyamatot ott is egyedi tényezők befolyásolták: a zloty gyengüléséhez a megnövekedett

kamatcsökkentési várakozások, míg a korona esetében a deviza gyengítését célzó verbális intervenció járultak hozzá.

Az FRA jegyzésekből a januári kamatcsökkentésen túlmenően két ülésenként egy 25 bázispontos enyhítés képe rajzolódik ki. A kamatpálya alját 4,75 százalék körül árazzák a piacon. A Reuters által megkérdezett elemzők túlnyomó többsége ugyancsak azzal számol, hogy a Tanács 5,5 százalékra csökkenti az irányadó rátát a januári ülésen. A decemberi felméréshez képest nem változott a 2013 végére vonatkozó kamatvárakozás: továbbra is 5 százalékos alapkamatot valószínűsítene az elemzők. Idén először adtak becslést a szakértők a 2014 végére várt alapkamatról, amely esetében a mediánvárakozás szintén 5 százalék.

### A bankrendszer helyzete

A bankrendszer vállalati hitel-állománya nagymértékben csökkent decemberben. A korábbi évekhez hasonlóan az év végi kiugró érték a mérlegfordulónappal kapcsolatos számviteli motivációkkal állhat összefüggésben. Az állományok év végi alakulása megfelelt a jegybank várakozásainak. A vállalati forinthitelek átlagos kamata tovább csökkent az év utolsó hónapjában. Az új kibocsátású hitelek átlagos kamatlába 30-40 bázisponttal lett alacsonyabb, mint egy hónappal korábban. Augusztus vége óta így már 1-1,5 százalékkal csökkent az átlagos kamatláb.

A háztartási hitel-állomány szintén nagymértékben csökkent decemberben, a visszaesés fele a forinthiteleknél jelentkezett. Ennek döntő része a folyószámlahitel-állományokon realizálódott, ami a korábbi évek tapasztalatai alapján az év végi prémiumfizetésekkel magyarázható. Az új háztartási hitelek kibocsátása továbbra is alacsony a bankrendszerben. Decemberben a háztartási lakáscélú hitelek átlagos kamata nőtt, a szabad felhasználású jelzáloghitelek átlagos kamata ezzel szemben tovább csökkent.

A pénzügyi piacok felől érkező stressz mérésére használt index lényegében stagnált az elmúlt időszakban, így továbbra is historikusan alacsonynak tekinthető szinten áll. A likviditási pufferral rendelkező bankok többlete a korábbi magas szinten maradt az év végén is, viszont enyhén nőtt a hiánnyal bíró bankok hiánya. A bankok tőkeellátottsága tekintetében előretételezve kockázatot jelent a bankadó megtartása és a továbbra is gyenge jövedelmezőség. A hazai bankrendszer működésével kapcsolatban kiemelt kockázatot jelent a forráskivonás, a nem teljesítő hitelek magas állománya és esetleges alulfedezettsége, valamint az alacsony jövedelemtermelő-képesség, ami a hitelezés további visszafogását eredményezheti.

2012 decemberében a korábbi évektől eltérően nem volt jelentős a külföldi források kiáramlása. Az év egészét tekintve a teljes bankrendszer külföldi forrásainak állománya 1740 milliárd forinttal (23 százalékkal) csökkent a decemberi előzetes adatok alapján, ami nagyságrendileg megegyezik a 2011. évi kivonással.

2012-ben az előzetes adatok alapján az éven belül kumulált bankrendszeri adózás előtti eredmény -51 milliárd forint volt. A jövedelmezőségi folyamatokban továbbra is erős a koncentráció és az aszimmetria. A tőke megfelelési mutató rendszerszinten továbbra is megfelelő, de jövedelmezőséghez hasonlóan itt is aszimmetria jelentkezik a bankok között.

## 2. A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉSE ÉS KAMATDÖNTÉSE

A Monetáris Tanács megítélése szerint a tavalyi recessziót követően a gazdaság növekedése idén indulhat meg újra, azonban mind a külső, mind a belső keresleti tényezők csupán mérsékelt bővülést vetítenek előre. Tovább folytatódik a hazai szereplők mérlegkiigazítása, a szigorú hitelezési feltételek és a bizonytalan gazdasági környezet következtében a fogyasztás és a beruházás idén tovább csökkenhet, amit csak 2014-től követhet lassú élénkülés. A kibocsátás elmarad a potenciális szintjétől, a munkanélküliség pedig meghaladja a strukturális tényezők által meghatározott hosszú távú szintjét. A kedvezőtlen beruházási dinamika, valamint a tartósan magas munkanélküliség arra utal, hogy a gazdaság potenciális növekedése is érdemben elmarad a válság előtti ütemétől, és az elkövetkező két évben is alig bővülhet. A Monetáris Tanács a gyenge keresleti környezet tartós fennmaradására számít, ami a döntéshozók többsége szerint biztosíthatja, hogy az infláció az átmeneti sokkok kifutását követően a 3 százalékos cél közelében alakuljon. Néhány tanácsstag szerint ugyanakkor a gyenge kereslet dezinflációs hatása nem annyira erős, hogy lazább monetáris kondíciók mellett elérhető legyen az inflációs cél.

Az infláció decemberben lassult, amit elsősorban a tartós iparcikkek, a feldolgozott élelmiszerek és az üzemanyagok árának mérséklődése magyaráz. Az inflációs alapfolyamatok mérsékelt dinamikája tükrözi a gyenge belső kereslet hatásait. Az inflációs cél középtávú teljesítéséhez annak további mérséklődése lehet szükséges. A rövid távú inflációs kilátások főként a maginfláción kívüli tényezőket érintő kormányzati intézkedések következtében érdemben javultak. A tanács tagjai egyetértettek abban, hogy a monetáris politika számára releváns középtávú inflációs kilátások szempontjából meghatározó, hogy a kedvezőtlen növekedési kilátások és a gyenge belső kereslet mellett a vállalati költségeket emelő intézkedések milyen mértékben és időzítéssel jelennek meg az árakban. A termelési költségek áthárításának módját és időzítését illetően nagy a bizonytalanság, és továbbra sem egységes a testület tagjainak várakozása.

A megnövekedett termelési költségekhez való alkalmazkodás csatornáinak egymáshoz viszonyított erőssége attól függ, hogy a szabad kapacitások mennyire fegyelmezik az árazást és a bérezést, illetve mennyire horgonyozottak az inflációs várakozások. A tanács tagjainak többsége szerint a gyenge keresleti környezet és a kihasználatlan kapacitások következtében kisebb tere van a vállalatoknak arra, hogy a magasabb árakon keresztül hárítsák át a megnövekedett termelési költségeiket, így az inflációs cél a monetáris politika horizontján teljesülhet. Néhány tanácsstag ezzel szemben úgy véli, hogy a szabad kapacitások már többnyire leépültek, hiszen az elmúlt évek tapasztalatai alapján a vállalatok még a gyenge keresleti környezetben is jelentős részben áremeléssel reagáltak a romló profitkilátásokra. Ráadásul a célt huzamosabb ideje meghaladó infláció miatt a várakozások horgonyozottsága gyengülhetett, ami szintén növelheti az árazáson keresztül történő alkalmazkodás esélyét. A döntéshozók abban egyetértettek, hogy az első negyedévben megjelenő makroadatokat csökkenteni fogják a vállalatok viselkedését övező bizonytalanságot.

Egy tanácsstag azon véleményének adott hangot, hogy a kamatcsökkentések az erős hitelkínálati korlátok következtében érdemben nem képesek segíteni a növekedést, így pedig nincs értelme a magasabb infláció kockázatát felvállalni. Egy másik döntéshozó pedig kiemelte, hogy a piaci elemzők a célnál magasabb inflációra számítanak csökkenő

kamatpálya mellett, ami azt sugallja, hogy a piac nem tartja elkötelezettnek a tanácsot az infláció kordában tartása mellett; megítélése szerint ezen a ponton már nem elegendő ennek ellenkezőjét csupán kommunikációval bizonyítani az eddig lazítást támogató tagoknak.

A globális kockázatvállalási hajlandóság erősödése az elmúlt hónapban folytatódott, azonban továbbra is kockázatot jelent a kedvező pénzpiaci hangulat és a világgazdaság visszafogott növekedési kilátásainak kettőssége. A hazai kockázati felárak eközben érdemben egyik irányba sem változtak. A Monetáris Tanács tagjai továbbra is egyetértettek az Európai Unióval, illetve a Nemzetközi Valutaalappal történő megállapodás fontosságában a kockázati felárak mérséklődése, ezáltal az államadósság fenntarthatósága, a hitelezési aktivitás élénkülése és a befektetői környezet kiszámíthatósága érdekében.

Az elmúlt hetekben tapasztalt forintgyengülés kiváltó okait illetően nem volt egységes a döntéshozók megítélése. Bár a tanácstagok abban egyetértettek, hogy a hazai fizetőeszköz tartós és nagymértékű leértékelődése kedvezőtlen mind az inflációs kilátások, mind a pénzügyi stabilitási kockázatok szempontjából, a döntéshozók többsége a forint gyengülését inkább a jegybankelnökváltás utáni monetáris politikát övező piaci bizonytalansággal és a nemkonvencionális eszközök alkalmazásától való félelmekkel magyarázta. Megítélésük szerint a lényegében változatlan CDS felárak és állampapírhozamok azt mutatják, hogy nem romlott az ország kockázati megítélése; a kedvező globális pénzügyi piaci környezet és a kormányzat alacsony költségvetési hiány melletti elköteleződése a hazai pénzügyi eszközök felárát is tartósan mérsékelheti. Mindezen tényezők eddig indokoltá és lehetővé tették a monetáris kondíciók óvatos lazítását. A testület néhány tagja ezzel szemben úgy vélekedett, hogy a forint tavaly augusztus óta tartó gyengülésében fontos szerepet játszottak az eddigi és a beárazott további kamatcsökkentések, és az inflációs cél középtávú elérése szempontjából kockázatos a további kamatcsökkentés a jelenlegi helyzetben; helyette kiváró, óvatos monetáris politika indokolt.

Az elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. Az alapkamat 25 bázispontos csökkentését négy tanácstag támogatta, míg hárman a kamatszint tartására szavaztak. A jövőbeni monetáris politikai lépések tekintetében a tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az irányadó kamat további csökkentésére kizárólag akkor kerülhet sor, ha a középtávú inflációs kilátások összhangban maradnak a 3 százalékos céllal, és fennmaradnak a kedvező pénzügyi piaci folyamatok.

A Monetáris Tanács tagjai fontosnak tartották annak hangsúlyozását, hogy a jelenlegi inflációs és reálgazdasági kilátásoknak megfelelő monetáris politikai irányultság kialakításához az eddig alkalmazott monetáris politikai eszköztár elegendő mozgásteret biztosít. A döntéshozók egyetértettek abban, hogy a nemkonvencionális eszközök körének bővítése a hazai viszonyok között mindössze akut pénzpiaci zavarok esetén jelenthet hatékony segítséget.

**Szavazatok:**

<b>alapkamat 5,50 százalékra történő csökkentése mellett:</b>	4	Bártfai-Mager Andrea, Cinkotai János, Gerhardt Ferenc, Kocziszky György
<b>alapkamat 5,75 százalékos szinten tartása mellett:</b>	3	Karvalits Ferenc, Király Júlia, Simor András

**Jelen voltak:**

Bártfai-Mager Andrea

Cinkotai János

Gerhardt Ferenc

Karvalits Ferenc

Király Júlia

Kocziszky György

Simor András

**A Monetáris Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2013. február 26-án tartja, amelyről 2013. március 13-án 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.**