



**RÖVIDÍTETT
JEGYZŐKÖNYV A
MONETÁRIS TANÁCS
2021. DECEMBER 14-I
ÜLÉSÉRŐL**

Közzététel időpontja: 2022. január 5. 14 óra

A jegybanktörvény (a Magyar Nemzeti Bankról szóló, 2013. évi CXXXIX. 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 általában 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 a döntéshozók helyzetértékelését és a döntés körüli vitát mutatják be. A Monetáris Tanács a helyzetértékelése alapjául szolgáló információkat 2013 decemberéig a rövidített jegyzőkönyv részeként mutatta be. A teljesebb körű tájékoztatás érdekében a háttérinformációk ezen időpontot követően különálló kiadványként, kibővített tartalommal, „Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények” címmel a rövidített jegyzőkönyvvel azonos időpontban jelennek meg.

A rövidített jegyzőkönyvek elérhetők az MNB honlapján:

<http://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-tanacs/kamatmeghatarozo-ulesek-roviditett-jegyzokonyvei>

A TANÁCS HELYZETÉRTÉKELÉSE ÉS KAMATDÖNTÉSE

Magyar Nemzeti Bank (MNB) elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. A jegybank elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül támogatja a pénzügyi stabilitás fenntartását és a Kormány gazdaság-, illetve környezeti fenntarthatósággal kapcsolatos politikáját.

Az elmúlt hónapokban lassult a világgazdaság kilábalása, miközben a koronavírus-járvány negyedik hulláma és az új vírusváltozat megjelenése a helyreállást övező kockázatok újbóli emelkedését okozta. Az infláció számos ország esetében több évtizedes csúcsra emelkedett, amelyet a nyersanyag- és energiaárak tartós növekedése mellett az egyre több piacon megfigyelhető ellátási nehézségek is súlyosbítottak.

Az előző kamatdöntés óta romlott a globális befektetői hangulat. A kockázatvállalási hajlandóságot az emelkedő inflációs folyamatok és az ehhez kapcsolódó monetáris politikai üzenetek, valamint a koronavírus delta és omikron variánsának terjedése határozta meg. A nyersanyagpiacokon jelentős áremelkedési hullám volt megfigyelhető az őszi hónapokban. Az energiahordozók esetében kiugró volt az árnövekedés, az év eleje óta a földgáz és az áram ára a többszörösére nőtt. A kőolaj világpiaci ára mérséklődött, azonban számottevően az egy évvel korábbi szintje fölé áll. A dollár a fejlett piaci devizákkal szemben vegyesen alakult, míg a feltörekvőkkel szemben jellemzően erősödött, amellyel párhuzamosan tőke kivonás indult meg a feltörekvő piacokról.

A globálisan meghatározó jegybankok szigorúbb irányultság felé mozdultak el. A Federal Reserve a novemberi döntésével összhangban megindította az eszközvásárlási programjának kivezetését. A jegybank november végi kommunikációja alapján az eszközvásárlások kivezetése a bejelentettnél gyorsabb ütemben is végbe mehet, amelyet várhatóan a decemberi kamatdöntő ülésen fognak tárgyalni. Az Európai Központi Bank kommunikációja alapján decemberben dönt az eszközvásárlások jövőbeli alkalmazásáról. Régióinkban a lengyel jegybank folytatta az irányadó ráta emelését decemberben.

A magyar gazdaság növekedése folytatódott, azonban dinamikája mérséklődött. 2021 harmadik negyedévében a GDP éves alapon 6,1 százalékkal bővült, így 0,7 százalékkal haladta meg a válság előtti szintjét. A növekedéshez az ágazatok széles köre hozzájárult, ugyanakkor a dinamikákban eltérések mutatkoztak. Októberben az ipari kibocsátás tovább mérséklődött, amely háttérben a globális félvezetőhiány miatt visszafogott termelés állt. Az építőipari termelés növekedése folytatódott, amit az állami beruházási aktivitás és az élénk lakáspiac magyaráz. A kiskereskedelmi forgalom októberben tovább emelkedett, enyhén meghaladva a járvány előtti szintjét. A munkanélküliségi ráta nemzetközi összevetésben is változatlanul alacsony.

A magyar gazdaság helyreállási képessége erős. A gazdaság bővülése várhatóan a korábbinál lassabb ütemben folytatódik, miközben a növekedés szerkezetét kettősség jellemzi. A nemzetközi termelési láncok zavarai, valamint az emelkedő nyersanyag- és energiaárak lassítják a gazdaság helyreállítását, miközben a tovább erősödő belső kereslet tompítja a külső tényezők hatásait. A háztartások fogyasztásának emelkedése folytatódik, amit a jövő évi minimálbér-emelés és a lakossági jövedelmet bővítő kormányzati intézkedések is támogatnak. A minimálbér emelése

mellett a feszes munkaerőpiac is az élénk bérdinamika fennmaradása irányába hat. A magasabb nyersanyag- és energiaárak, valamint a mérsékeltebb külső kereslet 2022-ben visszafogják a vállalatok beruházási aktivitását, ugyanakkor a beruházási ráta – EU-s összevetésben is – magas szinten stabilizálódik. A külső tényezők hatására átmenetileg lassuló export és az élénkebb belső kereslet következtében a nettó export 2022-ben közel semleges hatást fejt ki a GDP-re. A külső piacok és az ellátási láncok helyreállításával párhuzamosan a jövő év második felében az export gyors visszapattanást mutat, amit a kiépült új exportkapacitások is támogatnak. A GDP 2021-ben 6,3–6,5 százalékkal, 2022-ben 4,0–5,0 százalékkal bővül.

2021 novemberében az éves összevetésben számított infláció 7,4, míg a maginfláció 5,3 százalék volt. Az előző hónaphoz képest az infláció 0,9, míg a maginfláció 0,6 százalékponttal emelkedett. Az infláció növekedése a termékek és szolgáltatások széles körében megfigyelhető volt. A globális nyersanyagár-emelkedés egyre szélesebb termékkörben jelenik meg a fogyasztói árakban. 2021-ben a fogyasztói árak összességében 5,1 százalék körüli mértékben emelkednek.

Az infláció novemberben elérte a csúcspontját, amelyet követően decembertől várhatóan fokozatosan csökken. Az infláció rövid távú alakulását a bázis- és adóhatások kifizetése, az üzemanyagárakra bevezetett árplafon és az év eleji átárak mértékének eredője határozza meg. A maginfláció a következő hónapokban emelkedik és 2022 közepéig 6 százalék közelében alakul, aminek hátterében a nyersanyag- és energiaárak növekedése, a szállítási költségek emelkedése, valamint az egyre szélesebb körű ellátási nehézségek állnak. Középtávon az árstabilitás elérésében meghatározó szerepe van az inflációs várakozások inflációs céllal összhangban történő horgonyzásának.

A proaktív jegybanki lépéseknek köszönhetően, valamint a járvány hatásainak kifizetésével és a külső inflációs hatások fokozatos mérséklődésével az adószűrt maginfláció a jövő év második felétől csökkenő pályára áll. Az infláció 2022 negyedik negyedévében visszatér a jegybanki toleranciasávba, majd 2023 első félévében éri el a 3 százalékos jegybanki célt. A fogyasztóiár-index 2022-ben 4,7–5,1 százalékon, 2023-tól az inflációs céllal összhangban alakul.

A költségvetés hiánya és az államadósság-ráta az idei évtől csökkenő pályára áll. A folyó fizetési mérleg egyenlege a járvány átmeneti hatásai miatt romlik, azonban a külső piacok és az ellátási láncok helyreállításával párhuzamosan fokozatosan javul, amit az elmúlt években kiépült új exportkapacitások is támogatnak. Emiatt a folyó fizetési mérleg egyenlege idén és jövőre is három százalékos hiányt mutat a GDP arányában, majd az előrejelzési horizont végéig fokozatosan javul. Ezzel párhuzamosan a gazdaság külső finanszírozási képessége – a 2021-22-es átmeneti csökkenést követően – emelkedik és a horizont végére a GDP 1 százaléka körül alakul.

A makrogazdasági és pénzügyi folyamatok, valamint az Inflációs jelentés előrejelzésének áttekintését követően a Monetáris Tanács megvitatta a monetáris politikai döntés részleteit. A döntéshozók megállapították, hogy a beérkezett adatok alapján a magyar gazdaság kilábalása élénk maradt, de a növekedést erős kettősség jellemzi. A koronavírus-járvány újabb hulláma 2021 végén és 2022 első felében is lassítja a gazdasági növekedést és visszafogja a vállalatok beruházási aktivitását. Ugyanakkor a döntéshozók jelezték, hogy az ellátási láncok helyreállításával

párhuzamosan 2022 második felében az export gyors visszapattnására számítanak. A tanácstagok kiemelték, hogy a tovább erősödő belső kereslet tompítja a külpiaci tényezők hatásait. A bérdinamika további élénkülésével a háztartások fogyasztásának emelkedése folytatódik.

Az inflációs folyamatokra áttérve a Monetáris Tanács tagjai megállapították, hogy az infláció gyorsulása a termékek és szolgáltatások széles körében megfigyelhető volt. A tanácstagok szerint a fogyasztói árak emelkedése novemberben tetőzhetett és az infláció decembertől várhatóan fokozatosan csökken. Azonban a tanácstagok egyetértettek abban, hogy az inflációs alapfolyamatok tartósan magasak maradnak, és a maginfláció 2022 közepéig 6 százalék közelében alakul. A proaktív jegybanki lépéseknek köszönhetően, valamint a külső hatások mérséklődésével az adószúrt maginfláció a jövő év második felétől csökken. A döntéshozók kiemelték, hogy az infláció 2022 negyedik negyedében térhet vissza a jegybanki toleranciasávba és 2023 első felében közelíti meg újból a 3 százalékot.

A tanácstagok egybehangzó érvelése szerint középtávon az árstabilitás elérésében meghatározó az inflációs várakozások inflációs céllal összhangban történő horgonyzása. A tanácstagok hangsúlyozták, hogy az inflációs várakozások emelkedtek az elmúlt hónapokban. A tartósabb külső inflációs hatások, a feszes munkaerőpiac az élénkülő bérdinamikával és az általánosan magas inflációs környezet a másodkörös inflációs kockázatok erősödését eredményezheti. A hosszabb távú makrogazdasági hatások mellett a döntéshozók szerint a pénz- és árupiaci kockázatok felerősödéséből eredő rövid távú inflációs hatások is kiemelt fontosságúak.

A Monetáris Tanács tagjainak egyöntetű megítélése szerint az árstabilitás biztosításához olyan monetáris politika szükséges, amely egyszerre képes reagálni a gyorsan változó pénz- és árupiaci környezetre, míg hosszabb távon az inflációs várakozásokat is megfelelően horgonyozza. A monetáris politikának egyben kell kiszámíthatónak és kellően rugalmasnak is lennie. A tanácstagok továbbá hangsúlyozták, hogy a monetáris politikai eszköztár minden elemének minden transzmissziós csatornán keresztül az árstabilitás minél gyorsabb elérését kell szolgálnia.

A döntéshozók szerint az alapkamat-emelési ciklus – a novemberi lépéssel megegyező 30 bázispontos – folytatása biztosítja a kiszámíthatóságot, miközben a rendkívül gyorsan változó pénz- és árupiaci környezetben a jegybank az egyhetes betéti eszköz segítségével a továbbiakban is gyorsan, rugalmasan és a szükséges mértékben reagálhat a rövid távú inflációs hatásokra. Az aszimmetrikus kamatfolyosó növeli a jegybank mozgásterét és biztosítja a kellő rugalmasságot. A Monetáris Tanács tagjai kiemelték annak a fontosságát, hogy az egyhetes betéti rátában bekövetkező lépések tartósan beépüljenek az MNB alapkamat-emelési ciklusába is. Ezt biztosítandó az alapkamat 2022-ben felzárkózik és ismét összeér az egyhetes betéti ráta szintjével.

A döntéshozók szerint a kiszámítható és hiteles alapkamat-emelési ciklus a leghatékonyabb eszköz az inflációs várakozások jegybanki céllal összhangban történő horgonyzásához. A Tanács megítélése szerint a kamatemelési ciklus folytatása mindaddig szükséges, amíg az inflációs kilátások fenntartható módon a jegybanki célon stabilizálódnak, és az inflációs kockázatok a monetáris politika időhorizontján újra kiegyensúlyozottá válnak.

A tanácstagok rámutattak arra, hogy az egyhetes betét tenderei közötti időszakokban nem várt likviditási sokkok esetén átmenetileg a korlátlanul elérhető egynapos betét kamatszintje válhat effektívvé. Emiatt az egynapos betéti kamat alapkamat szintjére történő emelése minden releváns hazai piacot az alapkamat szintjének megfelelő kamatkondíciók irányába terelhet.

A Monetáris Tanács az árstabilitás minél gyorsabb elérését kívánja elérni, amit a monetáris eszköztár minden elemével támogat. Ezzel összhangban a Monetáris Tanács lezárta az állampapír-vásárlási programját, és azonnali hatállyal leállította a kötvényvásárlásait. Így a jegybank sem aukciókon, sem a másodpiacon nem hajt végre vásárlásokat. Ugyanakkor a Tanács egyetértett abban, hogy az állampapírpiac stabil likviditási helyzete előretételeként is kulcsfontosságú a monetáris transzmisszió hatékonysága szempontjából. Emiatt az MNB az állampapírpiac likviditási folyamatait a jövőben is szoros figyelemmel követi, és szükség esetén készen áll átmeneti és célzott vásárlásokkal beavatkozni a piac stabilitásának fenntartása érdekében. A döntéshozók szerint ugyanakkor ez nem jelenthet változást a Tanács monetáris politikai irányultságában, a vásárlások célja a piaci stabilitás fenntartása.

A tanácstagok emellett döntöttek a Növekedési Kötvényprogram lezárásáról is. A jegybank legfeljebb a program keretösszegéig realizálja a folyamatban lévő kibocsátói tárgyalásokat, és azt követően nem vásárol újabb vállalati kötvényeket. A döntéshozók kiemelték, hogy az elmúlt években az NKP sikeresen hozzájárult a hazai vállalati kötvénypiac feltételeinek javulásához és a piac fejlődéséhez. A decemberi intézkedésekkel a válságkezelő eszközök kivezetése lezárult.

Többen rámutattak, hogy a jelenlegi gyorsan változó környezetben különösen fontos, hogy a rövid oldali kamatok minden részpiacon és minden időszakban a Tanács által optimálisnak tartott rövid oldali kamatszinttel összhangban alakuljanak. A devizaswap piac a monetáris transzmisszió kiemelten fontos részpiaca. A tanácstagok egyetértettek abban, hogy a swappiaci volatilitás mérséklése érdekében a jegybanknak a devizalikviditást nyújtó swapeszközt az év végén ismét aktívan, mennyiségi korlát nélkül érdemes használnia. Emellett a Monetáris Tanács tagjai kiemelték, hogy a december végi jegybanki diszkontkötvény-aukció is támogatja a negyedév végi likviditási kondíciók nagyobb volatilitásának mérséklődését, ami tovább erősítheti a swappiac stabilitását. Néhány tanácstag megjegyezte, hogy a swappiaci hozamok stabilitását az egynapos jegybanki betét kamatának az alapkamattal egyező szintre történő emelése is segíti.

A másodkörös inflációs hatások elkerülése és a várakozások megfelelő horgonyzása miatt a Monetáris Tanács folytatja a monetáris kondíciók szigorítását. A mai döntés értelmében az alapkamat 30 bázisponttal 2,40 százalékra emelkedik. A Monetáris Tanács az O/N betéti kamatot 80 bázisponttal emelve az alapkamattal megegyező 2,40, míg az O/N és egyhetes fedezett hiteleszköz kamatát 30 bázisponttal emelve 4,40 százalékban határozta meg.

A Monetáris Tanács prioritásként kezeli az inflációs várakozások megfelelő horgonyzását és ezzel a másodkörös inflációs kockázatok folyamatos mérséklését. A tartósan megváltozott inflációs környezetben a várakozások megfelelő alakítását a Monetáris Tanács a megkezdett alapkamat-emelési ciklus havi ütemű, kiszámítható folytatásával kívánja elérni. A jegybanki kamatemelések

következtében emelkedő hozamkörnyezet és az infláció várt fokozatos csökkenése a reálkamat emelkedését eredményezi a következő hónapokban.

A rövid távú pénz- és árupiaci kockázatok felerősödésére a jegybank a továbbiakban is gyorsan, rugalmasan és a szükséges mértékben kíván reagálni. Az egyhetes betéti eszköz kamata az elmúlt hetekben az alapkamat szintje fölé emelkedett. A Monetáris Tanács a kamatfolyosó aszimmetrikussá tételével bővítette a jegybank mozgásterét. A pénz- és árupiaci kockázatok fennállásáig a jegybank készen áll az egyhetes betéti eszköz kamatát tartósan az alapkamat fölött alakítani. Az egyhetes betéti eszköz kamatát az MNB változatlanul a heti tenderek keretében határozza meg. A Monetáris Tanács megítélése szerint az egyhetes betéti eszköz kamatának legalább az alapkamatával azonos mértékű emelése indokolt.

A jegybank számára változatlanul kiemelt szempont, hogy a rövid oldali kamatok minden részpiacon és minden időszakban a Monetáris Tanács által optimálisnak tartott rövid oldali kamatszinttel összhangban alakuljanak. Ezen cél érdekében az MNB ismét aktívan, mennyiségi korlát nélkül használja a devizalikviditást nyújtó swapeszközét, amelynek keretében 2021 decemberében összesen négy tendert tart. Emellett a rövid futamidejű diszkontkötvény aukció tovább erősíti a pénzügyi rendszerben lévő likviditás hatékony sterilizációját. A swappiaci hozamok stabilitását a Monetáris Tanács az O/N jegybanki betét kamatának az alapkamattal egyező szintre történő emelésével is támogatja.

A Monetáris Tanács kiemelten fontosnak tartja, hogy a jegybanki monetáris politikai eszköztár minden eleme az árstabilitás minél gyorsabb újbóli elérését támogassa. Ezzel összhangban a Tanács a decemberi ülésén a Növekedési Kötvényprogram lezárásáról döntött. A jelenleg folyamatban lévő kibocsátói tárgyalások – legfeljebb a program keretösszegéig történő – realizálását követően a jegybank nem vásárol újabb vállalati kötvényeket. A bankrendszer bőséges likviditása és erős tőkehelyzete, valamint a kötvénypiaci feltételek elmúlt években bekövetkezett javulása és a piacfejlesztés hatása lehetővé teszi a vállalati szektor finanszírozási igényeinek piaci alapú kielégítését.

A Monetáris Tanács az állampapír-vásárlási program lezárásáról is döntött, amely értelmében a jegybank leállítja a kötvényvásárlásait. A Monetáris Tanács szerint az állampapírpiac stabil likviditási helyzete előretekintve is kulcsfontosságú a monetáris transzmisszió hatékonysága szempontjából. Az MNB az állampapírpiac likviditási folyamatait a jövőben is szoros figyelemmel követi, és szükség esetén készen áll átmeneti és célzott állampapír-vásárlásokkal beavatkozni az állampapírpiac stabilitásának fenntartása érdekében. Az eseti állampapír-vásárlások nem jelentik a monetáris politikai irányultság megváltozását. A jegybank a tulajdonában lévő állampapírokat lejáratig tartja.

A Monetáris Tanács megítélése szerint az inflációt övező kockázatok továbbra is felfelé mutatnak. Az inflációs várakozások emelkedtek az elmúlt hónapokban. A tartósan magas nyersanyag- és energiaárak, a nemzetközi szállítmányozás költségeinek emelkedése, valamint az egyre szélesebb körű ellátási nehézségek változatlanul tartósabb külső inflációs nyomás irányába mutatnak. Eközben a feszes munkaerőpiac az élénkülő bérdinamikával és a magasabb inflációs környezettel

párosulva az inflációs várakozások további emelkedését és a másodkörös inflációs kockázatok erősödését eredményezheti.

A másodkörös inflációs kockázatok mérséklése és a várakozások megfelelő alakítása hosszabb ideig tartó, kiszámítható monetáris politikai szigorítást tesz szükségessé. A Tanács változatlanul az alapkamat-emelési ciklus havi ütemű folytatását tartja szükségesnek. Az egyhetes betéti rátában bekövetkező lépések tartósan beépülnek az MNB kamatemelési ciklusába. Az egyhetes betéti ráta emelésével az MNB továbbra is készen áll a rövid távú pénz- és árupiaci kockázatokra gyorsan és rugalmasan reagálni. A Monetáris Tanács a kamatemelési ciklust addig folytatja, ameddig az inflációs kilátások fenntartható módon a jegybanki célon stabilizálódnak, és az inflációs kockázatok a monetáris politika időhorizontján újra kiegyensúlyozottá válnak.

Szavazatok:

| | | |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| az alapkamatláb 2,40 százalékra emelése, az egynapos jegybanki fedezett hitel kamatlábának, az egyhetes jegybanki fedezett hitel kamatlábának 4,40 százalékra emelése és az egynapos jegybanki betét kamatlábának 2,40 százalékra emelése mellett: | 9 | Gottfried Péter, Kandrács Csaba, Kardkovács Kolos, Kocziszky György, Matolcsy György, Parragh Bianka, Patai Mihály, Pleschinger Gyula, Virág Barnabás |
| ellenszavazat: | 0 | |

Jelen voltak:

Gottfried Péter

Kandrács Csaba

Kardkovács Kolos

Kocziszky György

Matolcsy György

Parragh Bianka

Patai Mihály

Pleschinger Gyula

Virág Barnabás

A Monetáris Tanács következő kamatmeghatározó ülését 2022. január 25-én tartja, amelyről 2022. február 9-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.