



# INFLÁCIÓS JELENTÉS



2023  
MÁRCIUS

*„... nagy bölcsesség az, ki célt tud tenni maga kívánságainak.”*

*Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről*



# INFLÁCIÓS JELENTÉS

2023  
MÁRCIUS

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1013 Budapest, Krisztina körút 55.

[www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)

ISSN 2064-8715 (nyomtatott)

ISSN 2064-8766 (on-line)

*A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg. Az alacsony infláció hosszabb távon tartósan magasabb növekedést és kiszámíthatóbb gazdasági környezetet biztosít, mérsékli a lakosságot és vállalkozásokat egyaránt sújtó gazdasági ingadozások mértékét.*

*A jegybank az inflációs célkövetés rendszerében 2005 augusztusától a 3 százalékos középtávú cél körüli infláció biztosításával törekszik az árstabilitás megvalósítására. A Magyar Nemzeti Bank legfontosabb döntéshozó testülete, a Monetáris Tanács negyedévente tekinti át teljes körűen az infláció várható alakulását, és határozza meg az inflációs célkitűzéssel összhangban álló monetáris kondíciókat. A Monetáris Tanács döntése sok szempont együttes mérlegelésén alapul. Ezek közé tartozik a gazdasági helyzet várható alakulása, az inflációs kilátások, a pénz- és tőkepiaci folyamatok, a stabilitási kockázatok vizsgálata.*

*Annak érdekében, hogy a közvélemény számára érthető és világosan nyomon követhető legyen a jegybank politikája, az MNB nyilvánosságra hozza a monetáris döntések kialakításakor ismert információkat. Az Inflációs jelentés című kiadvány bemutatja az MNB Közgazdasági előrejelzés és elemzés, a Monetáris politika és pénzügyi elemzés, a Költségvetési és versenyképességi elemzések, a Pénzügyi rendszer elemzése igazgatóságain készült előrejelzést az infláció várható alakulásáról és az azt meghatározó makrogazdasági folyamatokról. Az előrejelzés endogén kamatpolitikai szabály alkalmazásán alapul; míg a monetáris politika által nem befolyásolható gazdasági változók esetében a korábban kialakított előrejelzési szabályokon alapul.*

Az elemzés, a Közgazdasági elemzésekért és versenyképességért felelős ügyvezető igazgató általános irányítása alatt készült. A jelentés elkészítésében a Közgazdasági előrejelzés és elemzés, a Monetáris politika és pénzügyi elemzés, a Költségvetési és versenyképességi elemzések, a Pénzügyi rendszer elemzése, és a Nemzetközi monetáris politikai és gazdaságtudományi ismeretterjesztési igazgatóság munkatársai vettek részt. A publikációt Virág Barnabás, Monetáris politikáért és pénzügyi stabilitásért felelős alelnök hagyta jóvá.

A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB más szakterületeitől és a Monetáris Tanácstól.

*A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2023. március 23-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.*



# Tartalom

A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez .....	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások .....	12
1.1. Inflációs előrejelzésünk .....	12
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk .....	16
1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk .....	20
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre .....	24
3. Makrogazdasági helyzetértékelés .....	29
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése .....	29
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése .....	34
3.3. Munkaerőpiac .....	39
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója .....	46
3.5. Költségek és infláció .....	47
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók .....	55
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok .....	55
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói .....	57
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója .....	59
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás .....	59
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra .....	61
5.3. Költségvetési folyamatok .....	63
6. Kiemelt témák .....	67
6.1. A 2022-es évre adott jegybanki előrejelzések értékelése .....	67
6.2. Van-e völgy a hegy után? – Az elmúlt 50 év magas inflációinak lecsengései .....	71
6.3. Az MNB lépéseinek hatására október 14-e óta számottevően javultak pénzügyi mutatóink, megőriztük stabilitásunkat .....	77
7. A 2023. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása .....	79
Ábrák és táblázatok jegyzéke .....	80

## Keretes írások jegyzéke

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink .....	14
3-1. keretes írás: Mi az oka a munkapiac stabil helyzetének? .....	41
3-2. keretes írás: Az ár-bér spirál kialakulásának kockázata Magyarországon .....	43
3-3. keretes írás: Emelkedő profitok emelkedő infláció mellett .....	50
3-4. keretes írás: Élelmiszer-tételek körében megfigyelhető lassuló árdinamikák .....	53





# A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez

*A 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.*

**2022 negyedik negyedében lassult a világgazdasági növekedés, számos országban már a GDP negyedéves alapú csökkenése volt megfigyelhető. A bejövő adatok meghaladták a várakozásokat, ugyanakkor az elhúzódó orosz-ukrán háború, az azzal összefüggő szankciók, a megnövekedett piaci bizonytalanság és az európai energiaválság továbbra is kockázatot jelent a növekedési kilátások szempontjából.**

2022 negyedik negyedében lassult a gazdasági növekedés üteme a világ meghatározó gazdaságaiban, de többnyire a várakozások felett alakult. Az EU 1,7, az euroövezet 1,8, míg az USA 0,9 százalékos gazdasági növekedést regisztrált az előző év azonos időszakához képest, meghaladva az elemzői várakozásokat. Ugyanakkor Kína gazdasága is mindössze 2,9 százalékkal növekedett, ami elmaradt a szakértői prognózisoktól. Hazánk legfontosabb felvevőpiaca, a német gazdaság teljesítménye a negyedik negyedévben 0,4 százalékkal csökkent negyedéves bázison. Az orosz-ukrán háború további elhúzódása, az azzal összefüggő szankciók, a megnövekedett piaci bizonytalanság és a magas infláció ellenére a fogyasztói bizalom és a növekedési kilátások kismértékben javultak az elmúlt hónapokban.

**Az infláció továbbra is historikusan magas szinteken alakul a világ gazdaságaiban, azonban a globális folyamatok a megnövekedett bizonytalanság mellett az árindexek mérséklődését vetítik előre. Egyre több országban figyelhető meg az infláció lassú, de egyértelmű csökkenése.**

A világgazdaság lassulása, a kereslet gyengülése, a globális energia- és nyersanyagárak korrekciója, illetve a nemzetközi szállítási költségek mérséklődése a globális áremelkedés további mérséklődésének irányába mutat. Az Egyesült Államokban július óta éves alapon már lassul az áremelkedés mértéke. Az eurozónában 8,5 százalék volt az infláció februárban. A régiós országokban kétszámjegyű áremelkedést regisztráltak: a nemzeti statisztikai hivatalok adatai alapján hazánkban 25,4 százalékkal, Lengyelországban 18,4 százalékkal, Csehországban 16,7 százalékkal emelkedtek az árak februárban.

**Az elmúlt negyedév során a globálisan meghatározó jegybankok tovább szigorították a monetáris kondíciókat. A régiós jegybankok közül a cseh és a lengyel jegybank nem változtatott a kamatkondíciókon, és februárban a román jegybank sem emelte tovább az alapkamatot.**

A Federal Reserve (Fed) februári és márciusi kamatdöntő ülésén 25-25 bázisponttal, összességében 4,75–5,00 százalékra emelte az irányadó ráta célsávját, és előretételezve is a kamatkondíciók némi további szigorítását helyezte kilátásba. A Fed emellett a bankcsődök nyomán kialakult pénzpiaci turbulenciára reagálva új finanszírozási programot indított, valamint több jegybankkal összehangoltan, dollárswap-megállapodásokon keresztül növelte a likviditást. Az Európai Központi Bank (EKB) szintén folytatta kamatemelési ciklusát, februári és márciusi kamatdöntő ülésén 50-50 bázisponttal emelte az irányadó rátákat. Az EKB közleményében hangsúlyozta, hogy az eurozóna bankrendszere ellenálló, erős tőke- és likviditási pozícióval rendelkezik. Az APP eszközállomány márciusban kezdődő, átlagosan havi 15 milliárd euróval történő csökkentéséről tavaly decemberben, a mérlegcsökkentés további részleteiről idén februárban döntött a jegybank.

A lengyel jegybank az elmúlt negyedév során változatlan szinten, 6,75 százalékon tartotta irányadó rátáját. A cseh jegybank a negyedév során 7 százalékon tartotta az irányadó rátát. A jegybank továbbra is kész megakadályozni a cseh korona árfolyamának túlzott ingadozását. A román jegybank januári kamatdöntő ülésén 25 bázisponttal 7 százalékra emelte az irányadó rátát, majd februári kamatdöntő ülésén változatlanul hagyta az alapkamatot. A jegybank nyilatkozata alapján a román jegybank folytatja a kiváró megközelítést, amíg az infláció a 7 százalékos alapkamat szintje alá nem csökken. A Magyar Nemzeti Bank az irányadó eszköz kamatát szeptember óta 13 százalékon, míg az egynapos betéti gyorstender kamatát október közepe óta 18 százalékon tartotta. Emellett a Monetáris Tanács a kötelező tartalékráta további emelésével és a kamatozás sávossal való átalakításával tovább szigorítja a kötelező tartalékeszköz likviditásra gyakorolt hatását.

**Az elmúlt negyedévben összességében romlott a befektetői hangulat. A recessziós félelmek mérséklődése, valamint a nyersanyagárak csökkenése a globális pénzügyi feszültségek enyhülését okozta az időszak elején, azonban az egyes bankok stabilitásával kapcsolatos félelem felerősödése március közepétől érdemben rontotta a hangulatot.**

Az elmúlt negyedévben alapvetően a háborúval kapcsolatos hírek, a globálisan meghatározó jegybankok kamatemelési pályájára vonatkozó várakozások, a továbbra is magas inflációs környezet, a recessziós félelmek enyhülése, valamint a kínai gazdasági újraindítás várható hatásai befolyásolták az eszközárak alakulását. A közelmúlt eseményei közül az Egyesült Államok és Svájc bankrendszerét övező kockázatok hatottak erőteljesen a befektetői hangulatra, ami a feltörekvő piaci eszközök kockázati megítélését is kedvezőtlenül érintette. A Fed és az EKB szigorú kommunikációjának hatására, valamint a beérkező inflációs adatokkal párhuzamosan az időszak első felében tovább emelkedtek a fejlett piaci kamatpályákkal kapcsolatos várakozások, azonban az amerikai bankokat övező kockázatok és a Fed döntéshozóinak márciusi előrejelzései érdemben mérsékeltek azokat.

A nyersanyag- és az energiaárak összességében csökkentek az elmúlt negyedév során. A recessziós félelmek enyhülése, valamint a kínai gazdasági újraindítás az árak emelkedése irányába hatott, azonban az enyhébb tél, valamint az európai gáztárolók magas töltöttsége jelentősen mérsékelte az európai gázárakat. A dollár gyengült a fontosabb fejlett piaci devizákkal, valamint a szűken vett kelet-közép-európai régió devizáival szemben. Mind a fejlett piaci hosszú kötvényhozamok, mind a nemzetközi tőzsdeindexek összességében emelkedtek az időszak nagyobb részében, azonban az egyes bankok stabilitásával kapcsolatos félelem felerősödését követő időszakban a kockázati megítélés számottevően romlott, a tőzsdeindexek estek, miközben a hozamok és a kamatvárakozások is mérséklődtek. A fejlett tőzsdeindexek emelkedtek, míg a hosszú kötvényhozamok csökkentek az elmúlt negyedévben.

**A hazai bankközi hozamok, valamint az állampapírpiazi hozamok sem változtak érdemben, miközben a forint összességében erősödött az euróval szemben.**

Az elmúlt negyedévben az állampapírpiazi hozamgörbe rövid szakasza felfelé tolódott, miközben a középső és hosszú vége nem mozdult el érdemben. A bankközi kamatok kismértékben emelkedtek, míg a devizaswaphozamok nőttek. A forint az időszak során fokozatosan erősödött az euróval szemben, majd március első felében volatilis alakult, de az időszak egészében 3,5 százalékkal értékelődött fel.

**A hazai fogyasztóiár-index várhatóan enyhén mérséklődik a következő hónapokban, majd az év második felében felgyorsul a dezinflációs folyamat. 2023 folyamán egyre markánsabban jelentkezik a szigorú monetáris politika, a csökkenő globális nyersanyagárak és a mérséklődő hazai fogyasztás árleszorító hatása. A magyar infláció az év végére egyszámjegyű lehet. A fogyasztóiár-index várhatóan 2024-ben tér vissza a jegybanki toleranciasávba.**

A rendelkezésre álló adatok alapján januárban tetőzött a hazai infláció. Előretekintve az éves árdinamika folytatódó csökkenését külső és belső tényezők egyaránt támogatják. Az energia- és a nyersanyagárak, valamint a szállítási költségek jelentősen mérséklődtek, az értékláncokban lévő feszültségek oldódtak, emellett a globális konjunktúra lassulása tovább fékezi a külső inflációt. Az élelmiszerek inflációja január után februárban is csökkent. Az élelmiszer-infláció folytatódó mérséklődését a tavaly május óta folyamatosan csökkenő globális élelmiszer-alapanyagárak támogatják.

Az infláció lassulásához belső tényezők is jelentősen hozzájárulnak. 2023 folyamán a szigorú monetáris kondíciók egyre szélesebb körben fejtik ki dezinflációs hatásukat, az infláció érdemi lassulását okozva. Az árak emelkedéséhez a vállalatok árazási gyakorlata is széles körben hozzájárult, ami a vállalati profitok jelentős emelkedésében is tetten érhető. E hatás mérséklődését elősorban a piaci verseny erősödése tudja kiváltani. A belső kereslet csökkenése szűkíti a vállalatok árazási mozgásterét, miközben a Gazdasági Versenyhivatal aktív fellépése is az egyre fegyelmezettebb árazási magatartás irányába hat. A következő hónapokban a fogyasztóiár-index lassú mérséklődése várható, majd a lakossági energiaárak és az egyes adóintézkedések bázishatásának kifutásával az év közepétől felgyorsul a dezinflációs folyamat. A hazai infláció 2023 első felében lassan, majd az év közepétől jelentősebben csökken. A fogyasztóiár-index 2024-ben tér vissza a jegybanki toleranciasávba. Az infláció 2023-ban 15,0–19,5, 2024-ben 3,0–5,0, 2025-ben pedig 2,5–3,5 százalék között alakulhat.

**Az idei évi növekedést szerkezeti és időbeli kettősség jellemzi. Előretekintve az idei évben elsősorban a belső kereslet visszaesésének hatására lassul a gazdaság, amihez a csökkenő reálbérek és a vállalati költségek emelkedése egyaránt hozzájárul, míg a növekvő külső piaci részesedés a nettó exporton keresztül támogatja a GDP bővülését.**

A magyar gazdaság növekedése 2022-ben 4,6 százalékos volt. Az év utolsó negyedében a növekedési dinamika lassult. A részletes adatok alapján az év utolsó három hónapjában a GDP 0,4 százalékkal nőtt éves összevetésben. A beérkező adat megfelelt a korábbi várakozásoknak, azonban a magas frekvenciájú adatok az év elejére a GDP-növekedés további lassulását vetítik előre. Az idei évi növekedést szerkezeti és időbeli kettősség jellemzi. A kibocsátást főként a belső keresleti tényezők lassítják, ugyanis a magas infláció csökkenti a lakossági jövedelmek vásárlóértékét, ami a fogyasztás további lassulását okozza. A vállalati költségek emelkedése és a bizonytalan keresleti kilátások várhatóan a beruházások elhalasztását, átütemezését eredményezik. A növekedés újbóli élénkülése az infláció jelentősebb csökkenésével és a beruházások felfutásával párhuzamosan az év második felében várható.

A 2024. évi növekedéshez a belső és a külső tényezők egyaránt pozitívan járhatnak hozzá. A beruházási ráta – a magas árdinamika következtében – 28 százalékos közelében stabilizálódik az előrejelzési horizonton. A hazai GDP 2023-ban 0,0–1,5 százalékkal, 2024-ben 3,5–4,5 százalékkal, míg 2025-ben 3,0–4,0 százalékkal bővül.

**A magyar bankrendszer tőke- és likviditási helyzete stabil, a bankok a rendszeresen végzett stresszteszt alapján robusztus tartalékokkal, folyamatosan teljesítik a szabályozói követelményeket, és képesek kielégíteni a gazdaság finanszírozási igényét. Ugyanakkor a növekvő hitelkamatok és a bizonytalan gazdasági kilátások miatt a magánszektor hitelbővülése tovább lassulhat.**

A teljes pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelállományának éves növekedési üteme az előző negyedévhez képest 1,6 százalékponttal lassulva 14,9 százalékosra ért el decemberben. A továbbra is magas növekedés fenntartásához egyedi, nagyvállalati, részben az ország energiaigényének finanszírozásával összefüggő hitelügyletek is jelentősen hozzájárultak. Az alapfolyamatokat jobban megragadó kvv-hiteldinamika lassabb ütemben, 12,6 százalékkal bővült éves összevetésben. A vállalati hitelek 73 százaléka valósult meg piaci alapon, amely arány a Széchenyi Kártyaprogram felfutása miatt alacsonyabb volt, mint a harmadik negyedévi 84 százalékos. A hitelezési felmérés válaszai alapján a negyedik negyedévben a bankok szigorították a hitelsztenderdeket, és előretekintve is további szigorítást valószínűsítettek. A bankok a szigorítást elsősorban ciklikus tényezőkkel indokolták. A likviditási, illetve a tőkehelyzetet mint szigorítás irányába mutató tényezőket továbbra is csak a bankok egy szűk köre jelezte. Ez alapján a bankok hitelezési képessége továbbra is magas szinten áll. A rövid lejáratú hitelek iránt élénkült a kereslet, azonban a bankok jelentős része keresletcsökkenést érzékelt a hosszú lejáratú – jellemzően beruházási célú – hitelek iránt 2022 negyedik negyedévben, és előretekintve ezen széttartó tendencia felerősödését várja. A növekvő hitelkamatok és a bizonytalan reálgazdasági környezet miatt a vállalati hitelállomány éves növekedési üteme 2024 év elejére összességében 8 százalékosra lassulhat, és ezen szint környékén stabilizálódhat az időhorizont végéig.

2022 negyedik negyedévben a háztartási hitelállomány éves növekedési üteme az előző negyedévhez képest 1,1 százalékponttal lassulva 5,3 százalékosra ért el. A kihelyezett lakáshitelek volumene az előző év azonos időszakától 54 százalékkal, a személyi hiteleké pedig 18 százalékkal maradt el, amihez a lakáshitelek esetében a Zöld Otthon Program 2021-es elindulása miatti magas bázis is hozzájárult. A hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a fogyasztási és a lakáshitelek esetében a bankok csökkenő keresletről számoltak be, és előretekintve a bankok mindkét alpiacon a kereslet csökkenésére és a hitelsztenderdek szigorítására számítanak. A háztartási hitelállomány éves növekedése 2023 közepéig 2 százalékosra lassulhat, azonban 2024 második felére visszatérhet a 10 százalékos körüli szintre.

**Az idei évben megfelelődik a folyó fizetési mérleg hiánya.**

A folyó fizetési mérleg hiánya – a megugró energiaárak következtében romló energiaegyenleghez kötődően – 2022-ben átmenetileg emelkedett, majd 2023-tól folyamatosan csökken. A javulás a csökkenő energiaárak miatt javuló energiaegyenleg mellett a növekvő exportra, valamint a beruházási és fogyasztási dinamika lassulása miatt fékezhető importbővülésre vezethető vissza. 2024-ben a normalizálódó világgazdasági környezettel, valamint az elmúlt időszakban kiépült új exportkapacitások termelésbe állásával folytatódik a külkereskedelmi egyenleg javulása. Ezek eredményeként a folyó fizetési mérleg hiánya 2023-ban megfelelődik, majd az előrejelzési horizont végére az ország finanszírozási képessége újra pozitívvá válik.

Az előzetes pénzügyi számla statisztika alapján teljesült a GDP 6,1 százalékosra emelt 2022. évi hiánycél. A 2023. évi deficitre vonatkozó költségvetési előirányzat a benyújtott törvénymódosítás értelmében 3,5 százalékról 3,9 százalékosra emelkedik, míg a 2024. és 2025. évi tervek továbbra is 2,5 és 1,5 százalékosra tesznek ki. A hiánycélok elérését segíti az energiaárak csökkenése, ugyanakkor a célok teljesítéséhez feszes költségvetési gazdálkodásra van szükség. Az államadósság-ráta 2022

végére az előzetes adatok alapján a GDP 73,6 százalékára mérséklődött, majd az idei évben 69 százalékra, az előrejelzési horizont végére pedig 65 százalék közelébe csökkenhet.

**Az inflációs kockázatok és a növekedési kilátások kiegyensúlyozottak.**

A Monetáris Tanács a márciusi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül négy alternatív forgatókönyvet emelt ki. A lassuló globális konjunktúrával számoló kockázati forgatókönyv az alappályánál alacsonyabb növekedési és inflációs pályát feltételez. A másodkörös inflációs hatások kockázatának emelkedését bemutató forgatókönyv az alappályához képest magasabb inflációs és némiképp magasabb növekedési pályával számol. A feltörekvő piacokról történő tőke kivonást feltételező alternatív pálya esetében magasabb infláció és visszafogottabb növekedés valósul meg. Az óvatosabb fogyasztói magatartás következtében alacsonyabb fogyasztást feltételező kockázati forgatókönyv az alappályához képest alacsonyabb inflációs és növekedési pályát eredményez.

## AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült)

	2022	2023	2024	2025
	Tény		Előrejelzés	
<b>Infláció (éves átlag)<sup>1</sup></b>				
Maginfláció	15,7	16,9 -19,4	4,4 -6,4	3,0 -3,6
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	15,6	16,9 -19,4	4,4 -6,4	3,0 -3,6
Infláció	14,5	15,0 - 19,5	3,0 - 5,0	2,5 - 3,5
<b>Gazdasági növekedés</b>				
Háztartások fogyasztási kiadása	6,6	(-2,0) - (-1,1)	2,1 - 3,1	2,3 - 3,3
Közösségi végső fogyasztás <sup>6</sup>	1,7	(-0,3) - 1,5	0,3 - 1,6	0,9 - 2,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	2,2	(-5,9) - (-3,0)	2,7 - 5,6	2,6 - 5,5
Belföldi felhasználás	3,9	(-2,5) - (-1,2)	2,0 - 3,2	2,2 - 3,4
Export	10,3	3,8 - 6,1	5,2 - 7,2	3,7 - 5,4
Import	9,5	0,7 - 3,0	3,4 - 5,6	2,7 - 4,7
GDP	4,6	0,0 - 1,5	3,5 - 4,5	3,0 - 4,0
Munkatermelékenység <sup>5</sup>	2,7	0,3 - 1,1	3,1 - 4,4	2,4 - 3,8
<b>Külső egyensúly<sup>2</sup></b>				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-8,1	(-4,4) - (-3,2)	(-2,3) - (-0,9)	(-1,3) - (0,1)
Külső finanszírozási képesség	-6,1	(-2,1) - (-0,9)	(-0,4) - (1,0)	(0,3) - (1,7)
<b>Államháztartás<sup>2</sup></b>				
ESA-egyenleg	-6,1	-3,9	-2,5	-1,5
<b>Munkaerőpiac</b>				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	17,6	11,3 - 12,2	8,4 - 9,6	6,6 - 7,9
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,3	(-0,2) - 0,1	(-0,1) - 0,6	(-0,1) - 0,6
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	15,7	13,7 - 14,4	9,1 - 10,1	6,9 - 8,1
Versenyszféra foglalkoztatottság	2,1	(-0,1) - 0,2	0,2 - 0,7	0,0 - 0,6
Munkanélküliségi ráta	3,6	3,6 - 3,7	3,1 - 3,6	2,9 - 3,7
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	9,9	13,0 - 14,3	4,5 - 6,2	3,7 - 5,4
Lakossági reáljövedelem <sup>4</sup>	6,0	(-1,4) - (-0,6)	2,1 - 3,3	2,2 - 3,4

<sup>1</sup> Szezonálisan igazított adatok alapján.

<sup>2</sup> Részben előrejelzésen alapuló GDP arányos számok.

<sup>3</sup> Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.

<sup>4</sup> MNB-becslés.

<sup>5</sup> Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

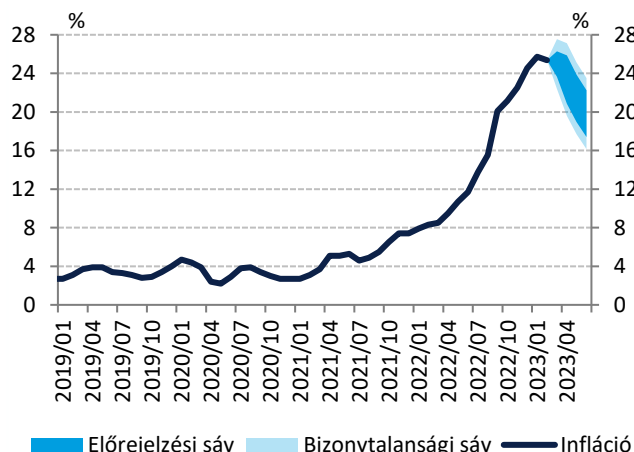
<sup>6</sup> Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transfereket.

# 1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

## 1.1. Inflációs előrejelzésünk

Januárban 25,7 százalékon tetőzött az infláció, majd februárban 25,4 százalékra mérséklődött a fogyasztói árak növekedési üteme éves összevetésben. A külső tényezők a dezinfláció irányába mutatnak: az energia- és a nyersanyagárak, valamint a szállítási költségek jelentősen mérséklődtek, emellett a globális konjunktúra lassulása szintén fékezi a külső inflációs nyomást. Hazánkban az élelmiszerek drágulása továbbra is magas historikus és nemzetközi összevetésben, azonban az áremelkedés rátája februárban már második hónapja csökkent. Ugyanakkor az idei év elején a szokásosnál magasabb átárzást figyelhettünk meg a feldolgozott élelmiszerek nélküli maginflációs kosár, ezen belül különösen a piaci szolgáltatások esetében. 2023 folyamán egyre markánsabban jelentkezik a szigorú monetáris politika, valamint a globális nyersanyagárak és a hazai fogyasztás csökkenésének árleszorító hatása. A szigorú monetáris kondíciók elősegítik a másodkörös inflációs hatások mérséklését és az inflációs várakozások csökkenését. A dezinflációs folyamat felgyorsulását támogatják a tavalyi évi magas bázisok. A hazai infláció 2023 első felében lassan, majd 2023 második felében fokozottabb mértékben csökken. A bizonytalanság ugyanakkor jelentős marad, ezért fenntartjuk a 15,0 – 19,5 százalékos sávok előrejelzésünket a 2023. évi átlagos inflációra. Az infláció várhatóan 2024-ben tér vissza a jegybanki toleranciasávba. Az infláció szerkezete kismértékben növelte a 2024-es inflációs várakozásunkat. Előrejelzésünk szerint a fogyasztóiár-index 2024-ben 3,0 – 5,0 százalék, 2025-ben pedig 2,5 – 3,5 százalék között alakul.

1-1. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása



Megjegyzés: Éves változás. A bizonytalansági sáv az előrejelzési sáv körüli bizonytalanságot mutatja a korábbi évek előrejelzési hibái szórásainak figyelembe vételével.

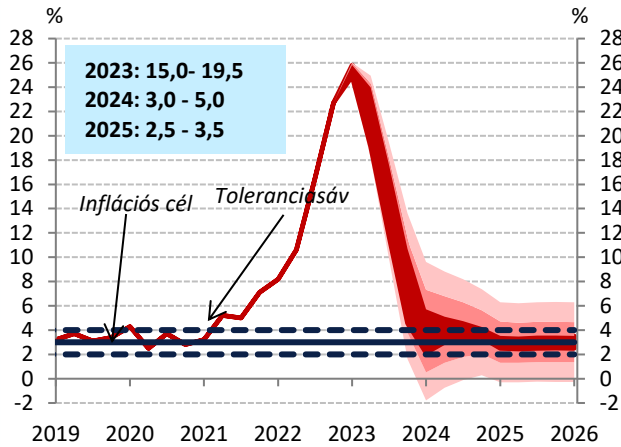
Forrás: KSH, MNB

**Az infláció a következő hónapokban enyhén tovább mérséklődik, a csökkenés 2023 második felében felgyorsul előrejelzésünk szerint.** 2023 folyamán egyre markánsabban jelentkezik a szigorú monetáris politika, valamint a globális nyersanyagárak és a hazai fogyasztás csökkenésének árleszorító hatása. A szigorú monetáris kondíciók elősegítik a másodkörös inflációs hatások mérséklését és az inflációs várakozások csökkenését. A hazai infláció 2023 első felében lassan, majd az év közepétől fokozottabb mértékben csökken. A megemelkedett profitok is teret adnak az infláció mérséklődésének. Az inflációs kilátásokat részben külső tényezők, részben a belső alkalmazkodás következtében továbbra is átlag feletti bizonytalanság jellemzi.

**A fogyasztóiár-index várakozásunk szerint 2024-ben tér vissza a jegybanki toleranciasávba.** A korábbi várakozásunkhoz képest alacsonyabb élelmiszer- és energiaárak a keresletérzékeny tételek magasabb inflációját ellensúlyozzák a fogyasztóiár-index szintjén. Az infláció 2023-ban 15,0 – 19,5 százalék között alakulhat, 2024-ben 3,0 – 5,0, míg 2025-ben 2,5 – 3,5 százalék lehet (1-2. ábra).

**Előrejelzésünk szerint az indirekt adóktól szűrt maginfláció 2023-ban 16,9 – 19,4 százalék között alakul, 2024-ben 4,4 – 6,4, míg 2025-ben 3,0 – 3,6 százalék lehet.** A kedvezőbb költségkörnyezet ellenére magasabban alakuló alapfolyamatok a profitok további emelkedését jelzik. A külső konjunktúrához hasonlóan Magyarországon is a gazdasági növekedés lassulására számítunk, emellett az elmúlt negyedévekben végrehajtott jegybanki lépések és a magas bázisok szintén mérséklék az árak növekedését.

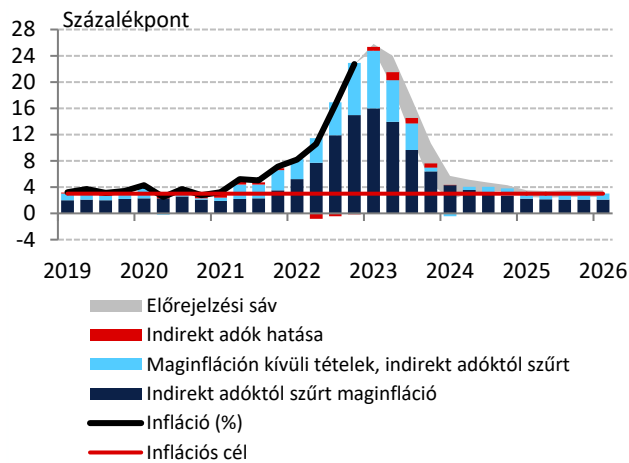
1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Szezonálisan igazítatlan adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

1-3. ábra: Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója



Megjegyzés: A dekompozíció az előrejelzésünk sávközepe alapján készült. Forrás: KSH, MNB

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

	2023	2024	2025	
Indirekt adóktól szűrt maginfláció	16,9 -19,4	4,4 -6,4	3,0 -3,6	
Maginfláció	16,9 -19,4	4,4 -6,4	3,0 -3,6	
Maginfláció kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	17,0	2,2	4,5
	Járműüzemanyag és piaci energia	28,5	-4,8	1,0
	Szabályozott árú termékek	14,4	2,1	2,0
	Alkohol, dohány	13,9	3,2	3,0
<b>Infláció</b>	<b>15,0 - 19,5</b>	<b>3,0 - 5,0</b>	<b>2,5 - 3,5</b>	

Megjegyzés: Százalék. Szezonálisan igazítatlan adatok alapján.

A táblázat az előrejelzésünk sávközepe alapján készült.

Forrás: MNB

Az adóváltozások átmenetileg az infláció emelkedésének irányába hatnak, majd 2024 második negyedétől teljes mértékben kifutnak (1-3. ábra). Az alkohol, dohány termékkört érintő jövedékiadó és a tavalyi népegészségügyi termékadó emelések begyűrűztek a fogyasztói árakba. Az idei év elején tovább emelkedtek egyes különadók, melyek befolyásolhatják az árindex alakulását, ugyanakkor ennek az inflációs hatása elmarad a tavalyi adóintézkedések hatásától. Az adóintézkedések 2024 második negyedévéig fejthetik ki hatásukat.

A globális energia- és kőolajárak, valamint az élelmiszer-alapanyagárak csökkenése a maginfláción kívüli tételek esetében az üzemanyagárak és a feldolgozatlan élelmiszerek mérséklődésének irányába hatnak. A globális energiaárak (gáz és áram) jelentősen mérséklődtek az elmúlt hónapokban, így jelenleg az orosz-ukrán háború előtti szint alatt alakulnak. A Brent kőolaj jegyzésére 80 dollár/hordó árszint alá csökkent márciusban. A globális élelmiszer-alapanyagárak csökkenése támogatja az élelmiszer-infláció további mérséklődését. A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja novemberben tetőzött, az idei év egészében a korábbi várakozásunknál alacsonyabban, 20 százalék alatt alakulhat a termékcsoport éves áremelkedése. A jövő évben már egyszámjegyű lehet a feldolgozatlan élelmiszerek áremelkedése. Az alkohol, dohánytermékek inflációja idén (döntően a termékkört érintő jövedékiadó-emelések következtében) 14 százalék körül alakul, majd ezen hatások kifutásával 2024-től a historikus átlagnak megfelelő szintre csökken. A szabályozott energiaárak inflációja – a rezsíárak módosításának hatására (gáz és áram árak) – 2023-ban előrejelzésünk szerint átlagosan 40 százalék körül alakul. Elemzésünkben azzal a technikai feltevéssel éltünk, hogy a lakossági energiaárakat és élelmiszereket érintő intézkedések a teljes előrejelzési horizonton változatlan formában érvényben maradnak. Összességében a költséghatások kifutásával a maginfláción kívüli tételek árdinamikája az előrejelzési horizont végén 3 százalék körül alakul (1-1. táblázat).



**1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink**

Magyarország egy kis nyitott gazdaság, így a legfontosabb makrogazdasági változókra készített előrejelzéseink alapvetően befolyásolja a külső tényezők alakulása. Prognózisunk átláthatóbbá tételét segíti a külső feltevésekre vonatkozó változások rövid bemutatása (1-2. táblázat).

**1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása**

Meghatározó feltevések	2023		2024		2025		Változás		
	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	2023	2024	2025
EUR/USD	1,04	1,07	1,04	1,07	1,04	1,07	2,4%	2,3%	2,3%
Olajár (USD/hordó)	84,2	75,9	80,6	71,6	80,4	71,1	-9,9%	-11,3%	-11,5%
Olajár (EUR/hordó)	80,8	71,1	77,3	67,1	77,1	66,7	-12,0%	-13,2%	-13,5%
Gázár (EUR/MWh)	139,8	46,1	105,6	49,5	95,2	49,0	-67,0%	-53,2%	-48,6%
Eurozóna inflációja (%)	6,3	5,3	3,4	2,9	2,3	2,1	-1,0 szp.	-0,5 szp.	-0,2 szp.
Eurozóna növekedése (%)	0,5	1,0	1,9	1,6	1,8	1,6	0,5 szp.	-0,3 szp.	-0,2 szp.
Felvevőpiacaink növekedése (%)	0,0 - 0,8	(-0,2) - 1,0	2,4 - 3,3	2,4 - 3,3	1,9 - 2,7	1,9 - 2,7	(-0,2) - 0,2 szp.	0,0 szp.	0,0 szp.

Forrás: Bloomberg, Consensus Economics, MNB, EKB

**2022 negyedik negyedében a gazdasági növekedés a vártnál kedvezőbben alakult az európai országok többségében.**

Az Európai Unió gazdasága 1,7 százalékkal, az eurozónáé 1,8 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest a negyedik negyedévben szezonálisan igazítva. Az EU 27 országa közül 25-ben a koronavírus-válság előtti szintje felett alakult a gazdasági aktivitás a negyedik negyedévben, azonban negyedéves alapon 10 tagországban csökkent a kibocsátás. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország továbbra is az európai rangsor vége felé szerepel a kilábalás tekintetében, ami a termelési láncokba való beágyazottságuk miatt a régiós országokra is hatással van. Felvevőpiacaink 2023-as növekedési kilátásai decemberhez képest a vártnál kedvezőbben alakuló tavalyi utolsó negyedéves növekedési adatok ellenére a külső konjunktúrát övező bizonytalanságok miatt érdemben nem módosulnak. A további meghatározó gazdaságok közül az Egyesült Államokban 0,9 százalékkal, míg Kínában 2,9 százalékkal nőtt a GDP éves alapon a negyedik negyedévben. A nemzetközi növekedési kilátásokat az elhúzódó háború és a magas infláció mellett a csökkenő pályán lévő energiaárak határozzák meg.

**A decemberi előrejelzéshez képest magasabb növekedés és mérsékeltebb infláció várható az eurozónában az idei évben.**

Az eurozóna GDP-növekedése idén enyhén kedvezőbben, előretekinve viszont a korábbi várakozásnál visszafogottabban alakulhat, így 2023-ban 1,0, 2024-ben 1,6, 2025-ben 1,6 százalék lehet. Az EKB márciusi előrejelzése alapján az euroövezet inflációja 2023-ban 5,3, 2024-ben 2,9, 2025-ben pedig 2,1 százalék lehet. Az eurozóna idei magasabb növekedéséhez és alacsonyabb inflációjához egyaránt hozzájárulnak a mérséklődő energiaárak.

**A Brent nyersolaj ára a megnövekedett bizonytalanság következtében 80 dollár alá csökkent március második felében.**

Az olaj árában megfigyelt márciusi csökkenés elsősorban a megnövekedett kockázatok miatt romló nemzetközi hangulat eredménye. A nyersolaj ára annak ellenére csökkent, hogy Kína olaj iránti kereslete emelkedik (az OPEC várakozásai szerint 2023-ban napi 710 000 hordóval) az ország újraindulása következtében. Kínálati oldalról a februári OPEC+ ülésen változatlanul fennmaradt az októberben bejelentett, napi 2 millió hordóval történő termelés-csökkentés 2023-ra vonatkozóan. Az Európába érkező orosz kőolaj mennyisége jelentősen csökkent az elmúlt évben.

**A benzin és a gázolaj hazai ára is mérséklődött az elmúlt időszakban.** Hazánkba továbbra is érkezik vezetéken az orosz Ural típusú kőolaj, azonban a termelésben a nemzetközi Brent áron számolnak el, így annak dollárban kifejezett ára és az USD/HUF árfolyam jelentős hatással van az üzemanyagárakra. A kormány 2022. decemberben megszüntette az üzemanyagokra bevezett árstopot, tehát benzin és a gázolaj ára is piaci szintre emelkedett a 480 forintos hatósági árról. A nemzetközi folyamatokkal összhangban a benzin és a gázolaj piaci ára is 600 forint közelébe mérséklődött március végére hazánkban.

**A TTF gázár jelentős csökkenése folytatódott az elmúlt hónapokban.** A földgáz hazai és európai beszerzési árának alakulása a holland TTF gáz jegyzésárát követi, amely 2022 augusztusában érte el historikus, 300 euró feletti csúcsát. A földgáz árának december második felétől újabb jelentős csökkenés következett be, március végén a TTF gáz következő hónapra vonatkozó határidős ára a 40-44 eurós szintek közelében alakult. Az alacsonyabb gázárak irányába hatott a szokásosnál enyhébb téli időjárás, a gáztárolók magas töltöttségi szintje és a mérsékelt kereslet is az elmúlt időszakban. A gázárak változása a földgáztüzelésű erőműveken keresztül az áram árára is hat. A gázárak visszaesésével összhangban a német Phelix típusú



áramár 7 napos mozgóátlaga 100 euro alá csökkent március végére a december közepén tapasztalt 400 euro közeli szintekről.

**A költségvetés 2023-ra 3,9 százalékos hiánycélt határozott meg, míg a 2024. és 2025. évekre 2,5 és 1,5 százalékos deficitet irányzott elő.** Az előzetes pénzügyi számla statisztika alapján a 2022. évi költségvetési deficit a hiánycélnak megfelelően 6,1 százalékon teljesült. A 2023. évi költségvetés módosításával 3,5 százalékról 3,9 százalékra emelkedett a hiánycél, amelynek elérését segíti az energiaárak csökkenése, ami mellett is feszes költségvetési gazdálkodásra van szükség az előirányzat teljesüléséhez. Az államadósság-ráta 2022 végére az előzetes adatok alapján a GDP 73,6 százalékára mérséklődött a 2021. év végi 76,8 százalékról, majd az idei évben 69 százalékra, az előrejelzési horizont végére pedig 65 százalék közelébe csökkenhet.

**A magyar Helyreállítási és Ellenállóképeségi Terv elfogadását és a Partnerségi Megállapodás aláírását követően mérséklődött az európai uniós támogatások alakulását övező bizonytalanság,** ugyanakkor a támogatások felhasználása a viták miatt továbbra sem kezdődhetett meg. Alappályánkban azzal számolunk, hogy megszületik a megállapodás, és a támogatások teljeskörűen hozzáférhetővé válnak.

## 1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

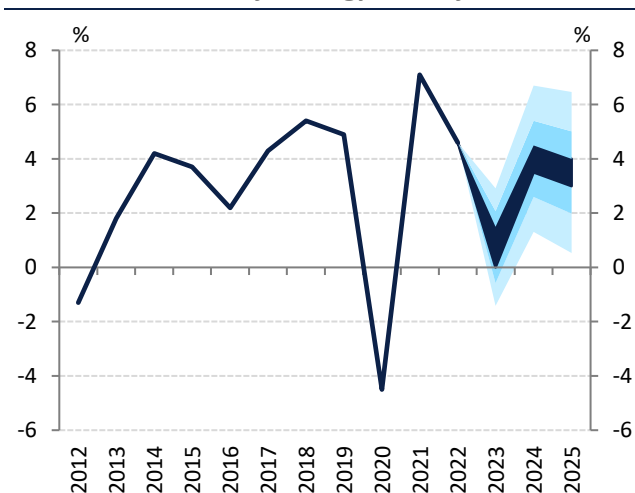
2022 negyedik negyedében folytatódott az éves bázisú magyar gazdasági növekedés lassulása. A hazai GDP 0,4 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest, azonban két, egymást követő negyedévben csökkent a gazdasági aktivitás. Időbeli és szerkezeti kettősség jellemzi az idei évben a hazai gazdasági teljesítményt. Az első negyedévben a belső kereslet lassulása miatt tovább csökkenhet a GDP negyedéves bázison, és érdemi fordulatra az év második felétől számítunk, amit a beruházások felfutása támogat. Szerkezetileg a belső keresleti tételek csökkenése mellett a nettó export pozitívan járul hozzá az éves növekedéshez. A háztartások fogyasztása a magas infláció miatt az idei évben mérséklődik, a jövő évtől azonban a fogyasztói ár dinamika mérséklődésével a bérek vásárlóereje ismét emelkedik, így a fogyasztás újra növekvő pályára áll. A beruházások mérséklődése 2023-ban nagyobb mértékű lehet a decemberi várakozásainknál, míg 2024-ben és 2025-ben bővülésre számítunk. A nominális beruházási ráta magas szinten, 28 százalék közelében stabilizálódik az előrejelzési horizonton, azonban a változatlan áras beruházási ráta ennél jelentősen alacsonyabban alakul. A kedvező bejövő adatok ellenére a külső keresleti feltevésünk a 2023-as évre nem módosult a bizonytalanságok miatt. 2023-ban a belső keresleti tételek lassulása miatt az import növekedési dinamikája jelentősen mérséklődik, a hazai kivitel azonban idén is bővülni tud, így a nettó export pozitívan járulhat hozzá a növekedéshez. 2023-ban 0,0 – 1,5 százalék, míg 2024-ben 3,5 – 4,5 százalék közötti gazdasági növekedésre számítunk. 2025-ben a GDP közeledhet hosszútávú növekedési trendjéhez, így 3,0 – 4,0 százalék közötti mértékben emelkedhet.

**2022 negyedik negyedében folytatódott a magyar gazdasági növekedés lassulása. A hazai GDP 0,4 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest, negyedéves alapon azonban már egymást követő két negyedévben csökkent a gazdasági teljesítmény, azaz technikai recessziót regisztráltunk. A gazdaság éves alapú növekedéséhez termelési oldalról legnagyobb mértékben a piaci szolgáltatások, valamint az ipar járultak hozzá, míg a mezőgazdaságban a rendkívüli aszály visszafogta a GDP-t.**

**2023-ban 0,0 – 1,5 százalék közötti GDP-növekedést prognosztizálunk, amelyet szerkezeti és időbeli kettősség jellemez (1-4. ábra).** Várakozásaink szerint rövid távon, negyedéves bázison tovább csökkent a GDP 2023 első három hónapjában. Ehhez hozzájárul, hogy a magas inflációs környezet negatív hatást gyakorol a lakossági munkajövedelem reálértékére, ami az éves alapú fogyasztás mérséklődését okozza az elkövetkező negyedévek során. A vállalati költségek emelkedése és a belső kereslet lassulása a beruházások elhalasztását eredményezheti, ezért a bruttó állóeszköz-felhalmozás várhatóan mérséklődik 2023-ban. A külső kereslet alakulását továbbra is az orosz-ukrán háború, a szankciós politikák, a megnövekedett piaci bizonytalanság, valamint a magas infláció határozza meg, melyek alapvetően lefelé mutató kockázatot jelentenek. Az export a 2022-es dinamikához képest lassabb ütemben emelkedhet, azonban az import belső kereslettel összefüggő mérséklődése miatt a nettó export pozitívan járul majd hozzá a növekedéshez 2023-ban. Az idei év harmadik negyedévéétől a nettó export mellett a beruházások ismételt növekedése támogathatja a gazdasági növekedés újraindulását, ugyanakkor a lakossági fogyasztás lassulása elhúzódhat 2023 végéig (1-5. ábra).

**Az év közepétől dinamizálódó gazdaság az áthúzóó hatások miatt serkenti a 2024-es GDP növekedést. A**

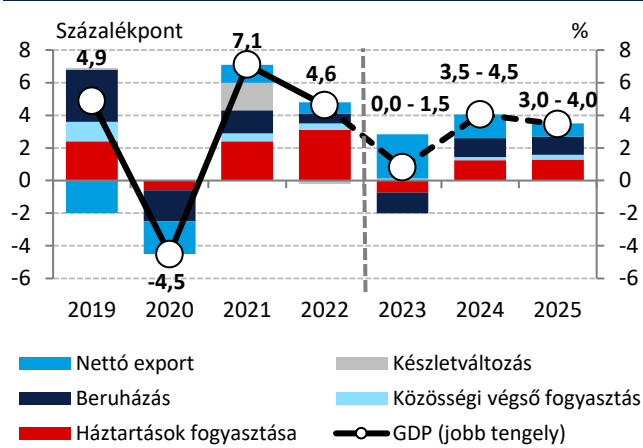
1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

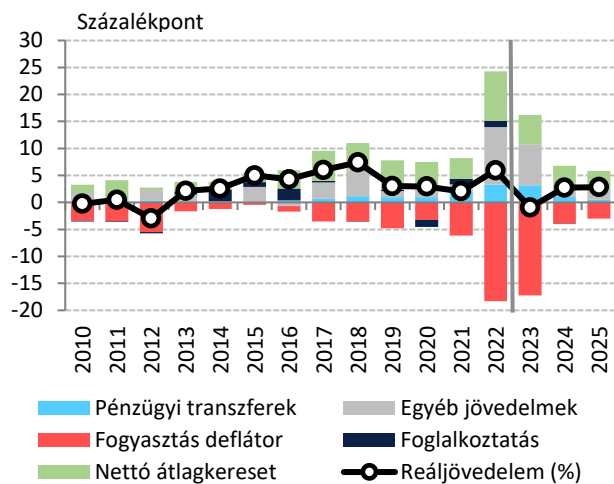
1-5. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése



Megjegyzés: Az értékek az előrejelzési sáv közepét jelölik. A közösségi végső fogyasztás tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transfereket.

Forrás: KSH, MNB

1-6. ábra: A lakossági reáljövedelem dekompozíciójának éves alakulása



Megjegyzés: Az előrejelzési sáv átlaga alapján.

Forrás: KSH, MNB

gazdasági visszapattnást elősegíti a hazánkba áramló külföldi működőtőke kedvező hatása az exportra, valamint a lakossági reáljövedelmek ismételt növekedése a jövő év elejétől (1-6. ábra). A hazai GDP 2024-ben 3,5–4,5 százalékkal, míg 2025-ben 3,0 – 4,0 százalékkal bővíthet.

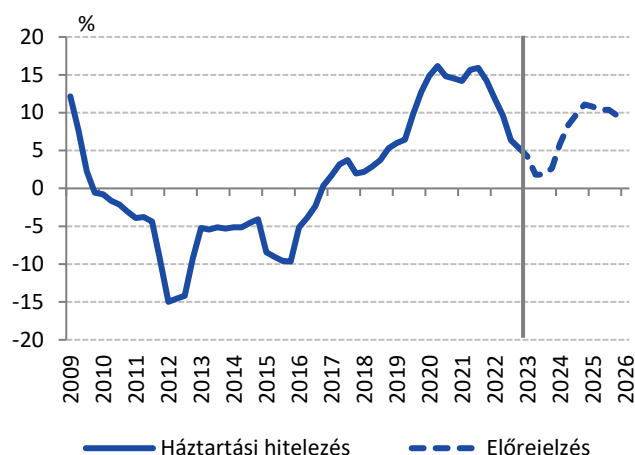
**Az átmeneti megtorpanás után a magyar gazdaság eurozónához viszonyított növekedési többlete fennmaradhat.** Alappályánkban az EU-s források sikeres lehívásával számolva 2023 és 2025 között várhatóan átlagosan 1,4 százalékpont lesz hazánk növekedési többlete, míg az előrejelzési horizont végére visszatér a 2 százalékpont közeli értékre.

**Az idei évben az éves bázisú fogyasztás mérséklődésére számítunk.** A jövedelmi viszonyok romlását a magas infláció okozza, ami a bérek vásárlóerejének csökkenését eredményezi. Az idei évben a háztartások reál értelemben vett rendelkezésre álló jövedelmének mérséklődésére számítunk, mellyel párhuzamosan az éves bázisú fogyasztás is csökken. A jövedelem visszaesés mértékét részben ellensúlyozza az egyéni vállalkozói jövedelmek és a lakossági kamatbevételek emelkedése. 2024 elejétől az infláció mérséklődésével a lakosság reáljövedelme is emelkedik, mellyel összhangban a fogyasztás is növekvő pályára áll (1-6. ábra).

**A háztartási hitelállomány növekedési üteme a reálgazdasági lassulással és az emelkedő kamatkörnyezettel párhuzamosan még tovább mérséklődhet** (1-7. ábra). A háztartási hitelezés a 2022 negyedik negyedéves tényadatok tükrében – részben a babaváró hitelekhez kapcsolódó előrehozott kereslet okán – enyhén a korábbi várakozásunk felett alakult. A negyedévben az új szerződéskötések száma ugyanakkor már 34 százalékkal elmaradt az előző év azonos időszakától. A háztartási hitelállomány növekedési üteme előrekintve a korábbi várakozásaink alatt alakulhat: a bizonytalan reálgazdasági környezet, valamint a növekvő kamatkörnyezet és a szigorodó hitelfeltételek mind mérsékelhetik a lakosság hitelfelvételi kedvét. A háztartási hiteldinamika 2023 év közepére 2 százalékra lassulhat, 2024 második felétől azonban visszatérhet a 10 százalék környéki szintre. Ez reál értelemben a háztartási hitelállomány csökkenését jelenti egy évre előretekintve, és a reál növekedési ütem 2024 év elejétől válhat újra pozitívvá.

2022-ben a reáljövedelem növekedési dinamikája az év eleji mintegy 10 százalékról az év végére 3 százalék közelébe lassult. A lassulás összességében a megtakarítása ráta csökkenését eredményezte, miközben a fogyasztási ráta emelkedett. A lakosság beruházási rátájának növekedését elsősorban a felújítások és a beruházások árindexének

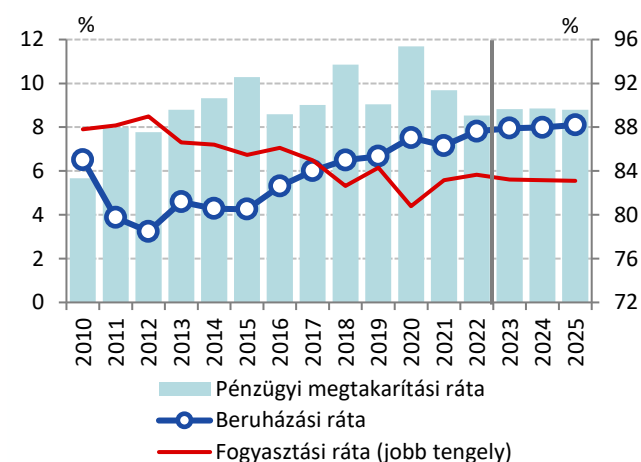
1-7. ábra: A háztartási szektor hitelállományának éves változása



Megjegyzés: Tranzakciós alapú, év/év százalék. 2019 harmadik negyedévében a lombardhitelek tranzakciótól szűrt adat.

Forrás: MNB

1-8. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában



Forrás: KSH, MNB

1-3. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása

	2023	2024	2025
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-4,4	4,2	4,0
Állami beruházás	-3,0	-2,0	-1,1
Privát beruházás	-4,7	5,7	5,1
Beruházási ráta	27,5	27,6	28,0

Megjegyzés: Az értékek az előrejelzési sáv közepét jelölik. A bruttó állóeszköz-felhalmozás esetében éves változás szerepel, míg a beruházási ráta GDP arányos értéket mutat.

Forrás: MNB

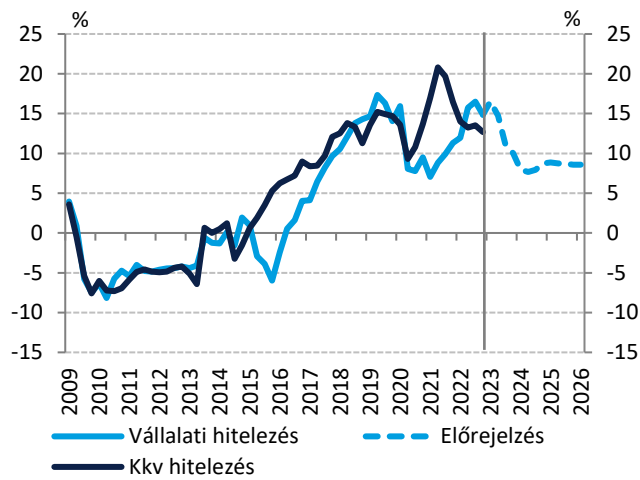
emelkedése okozta. Az előrejelzési horizonton azonban a fogyasztási ráta enyhe mérséklődésére, a megtakarítási ráta emelkedésére számítunk (1-8. ábra).

A beruházások csökkenése a decemberi várakozásainknál nagyobb mértékű lehet 2023-ban, míg 2024-ben és 2025-ben továbbra is bővülésre számítunk (1-3. táblázat). Az idei évben a csökkenéshez az állami mellett a vállalati és a háztartási szektor egyaránt hozzájárul, míg 2024-ben és 2025-ben már csak az állami szektor beruházásainak mérséklődése várható. A nominális beruházási ráta 28 százalék közelében stabilizálódik az előrejelzési horizonton, ez azonban jelentős részben a beruházások drágulásának következménye. A változatlan (2015-ös fix) áron számolt beruházási ráta 2019 óta folyamatosan csökkent és 2022-ben 25 százalék alatt alakult. Az előrejelzési horizonton fennmaradhat a ráták közötti szétnyílás.

A vállalati hitelállomány növekedési üteme az év második felében jelentősen lassulhat (1-9. ábra). A vállalati hitelállomány éves növekedési üteme a 2022 negyedéves tényadatok tükrében enyhén a korábbi várakozásunk alatt alakult. A negyedév során az 5 milliárd forintot meghaladó nagyügyletek, a bankok hitelezési kapacitásai, illetve a növekvő árak miatt fellépő forgóeszköz-hitel finanszírozási igények támogatták a relatíve magas nominális vállalati hiteldinamika fennmaradását. Az új vállalati hitelszerződésekben a piaci hitelek aránya jelentősen csökkent a negyedik negyedévben a Széchenyi Kártyaprogram MAX felfutásával párhuzamosan. Egyedi nagyügyletek miatt januárban a hitelintézeti szektorban jelentős, 400 milliárd forintot meghaladó tranzakciós bővülés történt, emiatt az első negyedévben a vállalati hitelállomány növekedési üteme még enyhén gyorsulhat. Keresleti oldalon a növekvő energia- és nyersanyagárak miatt a vállalatok forgóeszköz-hitel igénye a következő időszakban még növekedhet, míg a kínálati oldalt a kibővített támogatott hitelprogramok segíthetik, ugyanakkor becslésünk szerint a bizonytalan környezetben összességében a vállalati hiteldinamika 2024 év elejére 8 százalékra lassulhat, és ezen szint környékén stabilizálódhat az időhorizont végéig. Ez reál értelemben a vállalati hitelállomány csökkenését jelenti egy évre előretekintve, és 2024 év közepétől válhat újra pozitívvá a reál növekedési ütem.

A vállalati beruházási aktivitás 2023-ban a korábbi várakozásainknál nagyobb mértékben csökkenhet. 2023-ban a vállalati beruházások csökkenésére számítunk, elsősorban a megemelkedett finanszírozási és működési költségek következtében, ugyanakkor 2024-ben és 2025-ben már a vállalati beruházások bővülése várható. Előretekintve

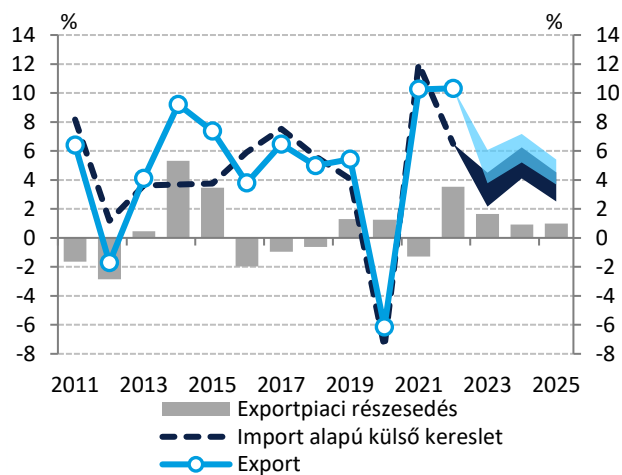
1-9. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



Megjegyzés: Tranzakciós alapú éves változás. A kkv-szektor az önálló vállalkozókat nem tartalmazza. A teljes vállalati növekedési ütem a teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelállomány alapján.

Forrás: MNB

1-10. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Exportpiaci részesedés az előrejelzési sáv átlaga alapján.

Forrás: KSH, MNB

a bejelentett nagyobb feldolgozóipari (például akkumulátorgyártás) beruházások megkezdése a vállalati beruházások bővülésének irányába hat.

**A lakossági beruházások esetében 2023-ban mérséklődésre, 2024-2025-ben bővülésre számítunk.** A lakáshitelek kibocsátása 2022 negyedik negyedévében 54 százalékkal maradt el 2021 azonos negyedétől, ami a lakossági beruházások mérséklődésének irányába mutat az idei évben. Ugyanakkor a kormányzati beruházások mérséklődése kapacitásokat szabadíthat fel az építőiparban, kínálati oldalról támogatva a lakásépítések bővülését. Emellett az otthonteremtési programok továbbra is hozzájárulnak a háztartások beruházásaihoz.

**Az állami beruházások volumene minden évben csökken az előrejelzési horizonton.** A rendelkezésre álló információkkal összhangban az állam által végrehajtott beruházások volumene 2023-ban 3,0 százalékkal, 2024-ben 2,0 százalékkal, míg 2025-ben 1,1 százalékkal mérséklődhet.

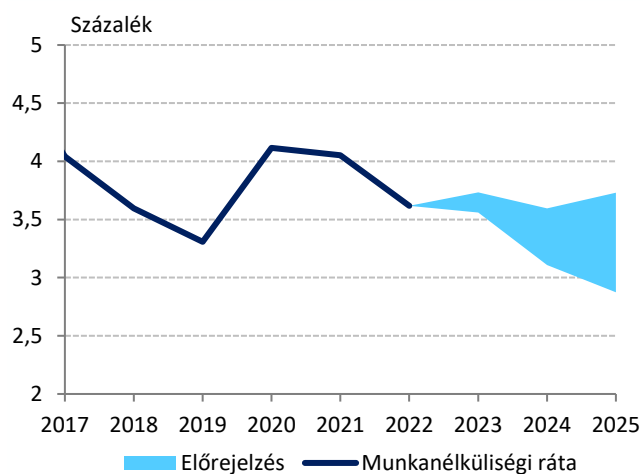
**Külső keresletünk rövid- és középtávú alakulását továbbra is elsősorban az elhúzódó orosz-ukrán háború, az arra adott szankciós válaszleptések és a tartósan magas infláció befolyásolják.** A vártnál kedvezőbben alakuló tavalyi utolsó negyedéves növekedési adatok ellenére a korábbinál magasabb kamatpályák, a kialakult pénzügyi bizonytalanság és a tartósan magas infláció miatt a globális és európai növekedési kilátások a decemberihez képest érdemben nem változtak, így külső keresleti feltevéseink a 2023-as évre nem módosul. A hazai és nemzetközi konjunktúraindexek esése megállt az elmúlt hónapokban, azonban a fogyasztói bizalom továbbra is rendkívül alacsony.

**2023-ban a nettó export növekedéshez való hozzájárulása jelentős.** A tavalyi negyedik negyedévben az export bővülése az előzetes várakozásainkkal összhangban alakult, azonban a külső konjunktúrát övező bizonytalanságok miatt az idei évre vonatkozó előrejelzésünk kis mértékben romlott a decemberihez képest. Külkereskedelmi partnereink importigénye mérséklődik a magas infláció hatására, ennek ellenére a hazai kivitel az idei évben is jelentősen bővülni tud, amihez nagyban hozzájárul a korábbi zöldmezős beruházások termelésének felfutása. 2023-ban elsősorban a belső keresleti tételek lassulása miatt az import növekedési dinamikája jelentősen lassul, míg az export bővülést mutat, így a nettó export 2023-ban pozitívan járulhat hozzá a hazai növekedéshez. A 2022-es évben exportpiaci részesedésünk jelentősen nőtt, ami 2023-tól kisebb mértékben folytatódhat (1-10. ábra). Az állandósult geopolitikai feszültségek és a magas inflációs környezet miatt előrejelzésünket jelentős bizonytalanság övezi.

### 1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

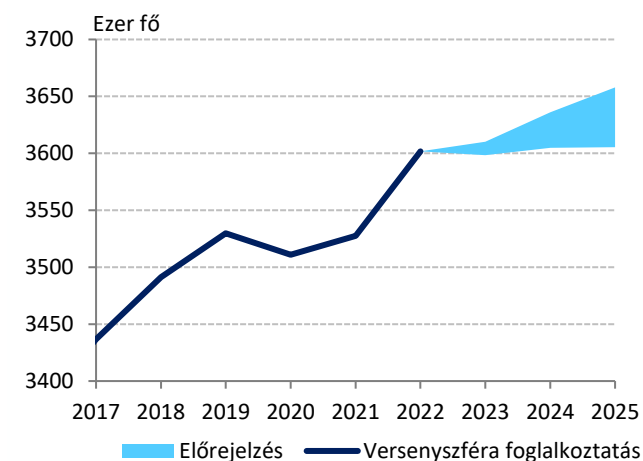
A munkaerő-kereslet egyelőre nem reagált érdemben a gazdasági lassulásra, továbbra is erős maradt. Az első félévben még várhatóan magas infláció és a gazdasági teljesítmény visszaesése ellenére sem számítunk érdemi változásra a foglalkoztatás szintjében. A versenyszféra létszáma várhatóan stagnál 2023-ban, majd enyhén növekszik 2024-ben. A munkanélküliségi ráta 3,6-3,7 százalékon alakulhat az idei évben. A 2023-as bérdinamikát a minimálbér év eleji jelentős emelése és a munkaerőpiac historikusan magas feszessége határozza meg, míg a gazdasági teljesítménynek az év első felére várt lassulása és az inflációs várakozások mérséklődése enyhítő tényezőként hathat. A versenyszférában idén az átlagbérek 13,7-14,4 százalék közötti növekedésére számítunk.

1-11. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása



Forrás: KSH, MNB

1-12. ábra: A foglalkoztatás alakulása a versenyszférában



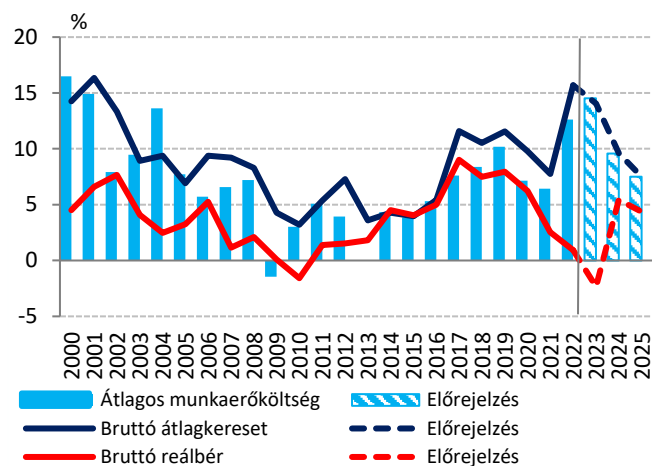
Forrás: KSH, MNB

**A munkaerő-kereslet egyelőre nem reagált érdemben a gazdasági lassulásra, továbbra is erős.** A munkaerőpiac feszessége historikusan magas, és a járvány előtti értékek közelében alakul. Az újonnan kiírt üres álláshelyek száma az év eleji adatok alapján újra emelkedik. A gazdasági teljesítménynek az első félévre várt csökkenése ugyanakkor akadályt jelenthet a foglalkoztatás bővülésének 2023-ban. Az ESI foglalkoztatási kilátásokat monitorozó februári felmérése alapján a kiemelt ágazatok közül az építőiparban és a kereskedelemben létszámcsökkentést, az egyéb piaci szolgáltatások és a feldolgozóipar területén létszám bővítést tervez a vállalatok többsége. Az építőipari foglalkoztatási kilátások esetében javuló, a feldolgozóipar esetén romló tendencia figyelhető meg a legutóbbi adatokban.

**A gazdaság lassulás ellenére nem számítunk a munkanélküliségi ráta érdemi megemelkedésére.** A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma továbbra is historikus csúcson alakul. A munkaerőpiaci aktivitás 2020 közepe óta trendszerűen emelkedett hazánkban, azonban enyhe csökkenését várjuk 2023 folyamán, majd ezt követően magasabb szinten stabilizálódhat. A szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 2022 negyedik negyedévében 3,7 százalékos volt, ami stagnálást jelent az előző negyedévhez képest, és meghaladja a koronavírus-járványt megelőző időszak szintjét, de nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsony. Előrejelzésünk szerint a munkanélküliek számában nem várható lényegi változás 2023 elején, majd számuk csökkenésnek indul az év második felében. A munkanélküliségi ráta járvány előtti szintjének elérésére 2024-ben számítunk. Előrejelzésünk szerint a munkanélküliségi ráta az idei évben 3,6–3,7 százalékon, 2024-ben 3,1–3,6 százalék között alakul (1-11. ábra).

**A versenyszféra létszámában stagnálás várható az idei évben.** Tekintettel arra, hogy a munkaerőpiac feszessége érdemben nem reagált a gazdasági teljesítmény lassulására, a foglalkoztatás szintjében nem számítunk lényegi változásra az év első negyedévében. Ezt az év további részében lassú növekedés követi. A következő években a demográfiai feltételek romlása egyre

1-13. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása



Forrás: KSH, MNB

effektívebb korlátjává válhat a foglalkoztatottság további érdemi növekedésének. Előrejelzésünk szerint a versenyszférában foglalkoztatottak száma összességében stagnál 2023-ban, majd 0,2–0,7 százalék között növekedhet 2024-ben (1-12. ábra).

**A nominális bérdinamika a tavalyi évnél mérsékeltebben, azonban továbbra is magasan alakul.** Az idei évi bérdinamikát egyrészt a minimálbér év eleji jelentős mértékű emelése és a munkaerőpiac historikusan magas feszessége, másrészt a mérséklődő inflációs várakozások határozzák meg. A 2023 eleji minimálbér-emelés hatása az év eleji átbérezéseken keresztül már az első negyedévben beépül a bérdindexbe. Szintén magas alapfolyamatokat vetítenek előre az év elején bejelentett nagyvállalati béremelések. A bérdinamikára ugyanakkor enyhítőleg hathat az inflációs várakozások egyes szektorokban már tetten érhető mérséklődése és a gazdasági teljesítmény lassulása az első félévben. Előrejelzésünk szerint 2023-ban 13,7–14,4 százalékon alakul az éves bérnövekedés a versenyszférában, majd 2024-ben a bérek 9,1–10,1 százalék közötti emelkedésére számítunk (1-13. ábra).



1-4. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest

	2022	2023		2024		2025	
	Tény	Előrejelzés					
		Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális
<b>Infláció (éves átlag)<sup>1</sup></b>							
Maginfláció	15,7	14,9 -17,4	16,9 -19,4	3,2 -5,5	4,4 -6,4	3,0 -3,6	3,0 -3,6
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	15,6	14,9 -17,4	16,9 -19,4	3,2 -5,5	4,4 -6,4	3,0 -3,6	3,0 -3,6
Infláció	14,5	15,0 - 19,5	15,0 - 19,5	2,3 - 4,5	3,0 - 5,0	2,5 - 3,5	2,5 - 3,5
<b>Gazdasági növekedés</b>							
Háztartások fogyasztási kiadása	6,6	(-2,1) - (-1,4)	(-2,0) - (-1,1)	2,1 - 3,0	2,1 - 3,1	2,3 - 3,4	2,3 - 3,3
Közösségi végső fogyasztás <sup>6</sup>	1,7	0,1 - 1,2	(-0,3) - 1,5	0,4 - 1,5	0,3 - 1,6	0,6 - 1,7	0,9 - 2,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	2,2	(-4,1) - (-1,9)	(-5,9) - (-3,0)	2,8 - 5,6	2,7 - 5,6	2,5 - 5,5	2,6 - 5,5
Belföldi felhasználás	3,9	(-2,0) - (-1,2)	(-2,5) - (-1,2)	2,0 - 3,2	2,0 - 3,2	2,1 - 3,3	2,2 - 3,4
Export	10,3	4,4 - 5,9	3,8 - 6,1	5,2 - 7,1	5,2 - 7,2	3,6 - 5,4	3,7 - 5,4
Import	9,5	1,3 - 2,9	0,7 - 3,0	3,6 - 5,6	3,4 - 5,6	2,7 - 4,7	2,7 - 4,7
GDP	4,6	0,5 - 1,5	0,0 - 1,5	3,5 - 4,5	3,5 - 4,5	3,0 - 4,0	3,0 - 4,0
Munkatermelékenység <sup>5</sup>	2,7	0,7 - 1,6	0,3 - 1,1	2,8 - 4,1	3,1 - 4,4	2,2 - 3,7	2,4 - 3,8
<b>Külső egyensúly<sup>2</sup></b>							
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-8,1	(-5,4) - (-4,2)	(-4,4) - (-3,2)	(-2,8) - (-1,4)	(-2,3) - (-0,9)	(-2,1) - (-0,7)	(-1,3) - (0,1)
Külső finanszírozási képesség	-6,1	(-3,4) - (-2,2)	(-2,1) - (-0,9)	(-1,2) - (0,2)	(-0,4) - (1,0)	(-1,0) - (0,4)	(0,3) - (1,7)
<b>Államháztartás<sup>2</sup></b>							
ESA-egyenleg	-6,1	-3,5	-3,9	-2,5	-2,5	-1,5	-1,5
<b>Munkaerőpiac</b>							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	17,6	9,8 - 10,8	11,3 - 12,2	7,3 - 8,6	8,4 - 9,6	6,3 - 7,6	6,6 - 7,9
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,3	(-0,4) - 0,0	(-0,2) - 0,1	0,1 - 0,7	(-0,1) - 0,6	0,0 - 0,7	(-0,1) - 0,6
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	15,7	11,8 - 12,7	13,7 - 14,4	7,6 - 8,7	9,1 - 10,1	6,5 - 7,7	6,9 - 8,1
Versenyszféra foglalkoztatottság	2,1	(-0,2) - 0,1	(-0,1) - 0,2	0,3 - 0,8	0,2 - 0,7	0,1 - 0,6	0,0 - 0,6
Munkanélküliségi ráta	3,6	3,6 - 3,8	3,6 - 3,7	3,1 - 3,6	3,1 - 3,6	2,9 - 3,7	2,9 - 3,7
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	9,9	5,9 - 7,3	13,0 - 14,3	4,4 - 6,1	4,5 - 6,2	2,1 - 3,9	3,7 - 5,4
Lakossági reáljövedelem <sup>4</sup>	6,0	(-1,6) - (-0,6)	(-1,4) - (-0,6)	2,3 - 3,5	2,1 - 3,3	2,2 - 3,4	2,2 - 3,4

<sup>1</sup> Szezonálisan igazított adatok alapján.

<sup>2</sup> Részben előrejelzésen alapuló GDP arányos számok.

<sup>3</sup> Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.

<sup>4</sup> MNB-becslés.

<sup>5</sup> Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

<sup>6</sup> Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transfereket.



1-5. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal

	2023	2024	2025
<b>Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)</b>			
MNB (2023. március)	15,0 - 19,5	3,0 - 5,0	2,5 - 3,5
Consensus Economics (2023. március) <sup>1</sup>	16,9 - 18,4 - 19,4	3,6 - 5,2 - 8,0	
Európai Bizottság (2023. február) <sup>2</sup>	16,4	4,0	
IMF (2022. október)	13,3	5,6	4,0
OECD (2022. november)	12,7	5,2	
Reuters-felmérés (2023. március) <sup>1</sup>	17,6 - 18,6 - 19,9	3,6 - 5,2 - 7,0	3,0 - 3,9 - 6,0
<b>GDP (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2023. március)	0,0 - 1,5	3,5 - 4,5	3,0 - 4,0
Consensus Economics (2023. március) <sup>1</sup>	(-0,8) - 0,1 - 1,1	0,8 - 2,9 - 4,3	
Európai Bizottság (2023. február) <sup>2</sup>	0,6	2,6	
IMF (2022. október)	1,8	2,8	3,0
OECD (2022. november)	1,5	2,1	
Reuters-felmérés (2023. március) <sup>1</sup>	(-0,7) - 0,3 - 1,0	1,7 - 3,0 - 4,3	3,0 - 3,6 - 4,5
<b>Folyó fizetési mérleg egyenlege<sup>3</sup></b>			
MNB (2023. március)	(-4,4) - (-3,2)	(-2,3) - (-0,9)	(-1,3) - (0,1)
Európai Bizottság (2022. november) <sup>2</sup>	-6,3		
IMF (2022. október)	-3,0	-2,1	-0,9
OECD (2022. november)	-4,6	-4,6	
<b>Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)<sup>3</sup></b>			
MNB (2023. március)	-3,9	-2,5	-1,5
Consensus Economics (2023. március) <sup>1</sup>	(-4,8) - (-4,2) - (-3,3)	(-5,2) - (-3,5) - (-2,8)	
Európai Bizottság (2022. november) <sup>2</sup>	-4,4	-5,2	
IMF (2022. október)	-3,1	-2,6	-1,6
OECD (2022. november)	-5,6	-5,3	
Reuters-felmérés (2023. március) <sup>1</sup>	(-6,1) - (-4,2) - (-3,3)	(-4,1) - (-3,3) - (-2,7)	(-3,1) - (-2,9) - (-2,5)
<b>Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2023. március)	-0,2 - 1,0	2,4 - 3,3	1,9 - 2,7
EKB (2022. március)	1,0	1,6	1,6
Consensus Economics (2023. március) <sup>1</sup>	0,6	1,8	
Európai Bizottság (2023. február) <sup>2</sup>	0,6	1,2	
IMF (2023. január) <sup>2</sup>	0,9	2,0	2,2
OECD (2023. március) <sup>2</sup>	0,5	1,6	

<sup>1</sup> A Reuters és a Consensus Economics felméréseknél az elemzői válaszok átlaga mellett azok legkisebb és legnagyobb értékét is jelezzük, az eloszlás érzékeltetése érdekében.

<sup>2</sup> MNB által számított értékek, a nevezett intézmények egyedi országokra vonatkozó előrejelzéseit az MNB saját külső keresleti mutatóinak származtatásához használt súlyrendszerrel vesszük figyelembe. Bizonyos intézmények nem minden partnerországra készítenek előrejelzést.

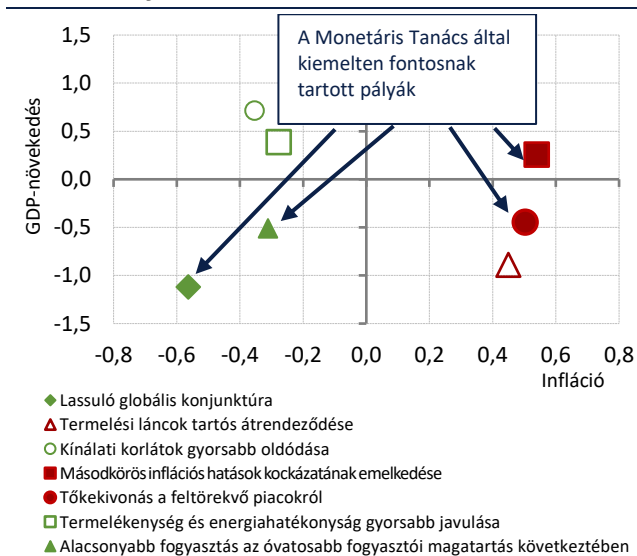
<sup>3</sup> A GDP arányában.

Forrás: Consensus Economics, EKB, Európai Bizottság, IMF, OECD, Reuters-felmérés, MNB

## 2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács a márciusi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül négy alternatív forgatókönyvet emelt ki. A lassuló globális konjunktúrával számoló kockázati forgatókönyv az alappályánál alacsonyabb növekedési és inflációs pályát feltételez. A másodkörös inflációs hatások kockázatának emelkedését bemutató forgatókönyv az alappályához képest magasabb inflációs és némiképp magasabb növekedési pályával számol. A feltörekvő piacokról történő tőke kivonást feltételező alternatív pálya esetében magasabb infláció és visszafogottabb növekedés valósul meg. Az óvatosabb fogyasztói magatartás következtében alacsonyabb fogyasztást feltételező kockázati forgatókönyv az alappályához képest alacsonyabb inflációs és növekedési pályát eredményez. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scenárióként a termelési láncok tartós átrendeződését, a kínálati korlátok gyorsabb oldódását, illetve a termelékenység és energiahatékonyság gyorsabb javulását feltételező pályákat tárgyalt.

2-1. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre



Megjegyzés: A kockázati térkép azt mutatja meg, hogy az alternatív forgatókönyvek inflációs és növekedési pályája a monetáris politikai horizont egészében átlagosan mennyiben különbözik az alappályától. A piros színnel jelzett pálya az alappályánál szigorúbb, a zöld színnel jelzett pályák lazább monetáris politikai kondíciókkal konzisztensek.

Forrás: MNB

Lassuló globális konjunktúra

**2022 negyedik negyedében jellemzően lassult a globális GDP növekedési üteme.** Ugyanakkor az európai uniós országok többségében a gazdasági növekedés a vártnál kedvezőbbben alakult. Az Egyesült Államok gazdasága 0,9, az Európai Unió 1,7, az euroövezet 1,8, Kína pedig 2,9 százalékkal bővült éves alapon. **Az előző negyedéhez képest a fenti régiókban alacsonyabb gazdasági növekedést regisztráltak,** legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország gazdasága szintén lassult és 0,9 százalékkal növekedett.

**Az elmúlt negyedévben a 2023-ra vonatkozó növekedési várakozások romlása mind a globális, mind az egyes régiók tekintetében megállt.** A Bloomberg elemzői várakozásai szerint 2023-ban a világgazdaság a decemberben várt 2,1 százalékkal szemben 2,4 százalékkal növekedhet. Az Európai Unió bővülési üteme 0,4 százalék lehet, ugyanakkor ez mindössze 0,2 százalékponttal magasabb a korábbi várakozásoknál. Az USA gazdasága 0,4 százalékos GDP bővülés helyett 0,7 százalékkal nőhet, míg Kínában a decemberben várt 4,8 százalék helyett 5,3 százalékos növekedést várnak.

**A globális növekedési kilátásokat azonban kettősség jellemzi.** Az elhúzódó orosz-ukrán háború, az amerikai bankcsődöktől való félelem tovagyrúzése a nemzetközi piacokra és a globálisan meghatározó jegybankok esetében emelkedő kamatkörnyezet előretekinve továbbra is érdemi lefelé mutató kockázatot jelent. Az előretekinő bizalmi indikátorok az év elején változóan alakultak az eurozónában, azonban továbbra is alacsony szinten tartózkodnak. Az Egyesült Államok Beszerzési Menedzser Indexe továbbra is a küszöbérték (50 pont) körül ingadozik.

**A lassuló globális konjunktúrával számoló kockázati forgatókönyv megvalósulása esetén az alappályához**

**képest nagyobb ütemben mérséklődik a globális növekedés.** A fejlett gazdaságok – köztük legfőbb külkereskedelmi partnerünk Németország – gazdasági teljesítményének lassulása a hazai exportteljesítmény romlása és a GDP növekedési ütemének csökkenése felé mutat. Mindezek mellett az alappályához képest alacsonyabb inflációs pálya valósul meg, ami lazább monetáris kondíciókat indokol.

Másodkörös inflációs hatások kockázatának emelkedése

**Az elmúlt hónapokban a hazai infláció 25 százalék körül alakult,** miközben az inflációs várakozások továbbra is magas szinten állnak. Azonban februárban az előző hónaphoz képest csökkent azon válaszadók részaránya, akik arra számítanak, hogy az infláció előrettekintve a jelenleginél gyorsabb mértékben növekszik. Emellett a kiskereskedelmi, illetve a szolgáltatásokra vonatkozó vállalati árvárakozások hónapok óta a 2022 nyarán megfigyelt csúcserkékek alatt tartózkodnak.

**Az elmúlt időszak magas áremelkedését nagymértékben az élelmiszerek jelentős drágulása magyarázta, emellett a vállalatok az energia- és nyersanyagárak növekedése miatt a korábbi évek átlagánál számottevően nagyobb mértékben árazták át termékeiket és szolgáltatásaikat.** Az árak növekedése a vállalati profitok jelentős emelkedéséhez is hozzájárult, azaz az infláció gyorsulása nem csak a költségek növekedését tükrözi. A vállalati profitok emelkedése az ágazatok széles körében megfigyelhető, a magas átárazást tehát nem csupán a költségoldali nyomás, hanem az emelkedő vállalati profitráták egyaránt támogatják. A legmarkánsabb különbség a ténylegesen megvalósult áremelkedés, illetve a költségek növekedése között a feldolgozott élelmiszerek esetén mutatható ki.

**A nemzetközi példák vizsgálata alapján a 20 százalékos meghaladó infláció az esetek mintegy 25 százalékában csökkent egyszámjegyre egy éven belül, így a magas inflációs környezet és a profit húzta áremelkedés tartós inflációt eredményezhet.** Hazánkban a perzisztensebb inflációt okozó termékkörök áremelkedése vegyesen alakult. A feldolgozott élelmiszerek átárazása jelentősen lassult, a piaci szolgáltatásoké azonban emelkedett.

**Az alternatív forgatókönyv szerint a másodkörös inflációs hatások kialakulásának kockázata realizálódik:** a profit húzta infláció hatásai az inflációs perzisztencia emelkedésével eredményezik, ezáltal magasabb infláció irányába mutatnak és szigorúbb monetáris kondíciókat tesznek szükségessé.

Tőke kivonás a feltörekvő piacokról

**Az elmúlt hónapokban elsősorban a globálisan meghatározó jegybankok kamatemelésével kapcsolatos várakozások, a beérkezett makrogazdasági adatok, az**

**európai energiaválság, valamint az orosz-ukrán háborúhoz fűződő aggodalmak alakították a globális befektetői hangulatot.** A hosszú hozamok jellemzően emelkedtek, a részvényindexek pedig mérséklődtek, miközben a dollár felértékelődött a főbb devizákkal szemben. Az időszak második felében az amerikai bankrendszer likviditási problémái is lehetséges kockázatként merültek fel. **Március első felében a befektetési hangulat hirtelen romlását az amerikai bankcsődök váltották ki,** ugyanis a befektetők attól tartanak, hogy a magas kamatkörnyezetből fakadó strukturálisnak látszó problémák további bankoknál is jelentkezhetnek.

**A globálisan meghatározó jegybankok szigorítása folytatódott. A vártnál kedvezőbb makrogazdasági adatok következtében mind a Fed, mind az EKB esetében először feljebb tolódott a várt kamatpálya teteje, azonban a bankcsődöktől való félelem felerősödését követően a kamatvárakozások mérséklődtek.** A régiós jegybankok már 2022-ben leállították a kamatemelési ciklusukat. A Fed döntéshozói februári és márciusi kamatdöntő ülésükön egyaránt 25 bázisponttal emelték az irányadó ráta célsávját. Az EKB februárban és márciusban is 50 bázisponttal emelte az irányadó rátákat. 2023 márciusától elkezdődött az APP program keretében vásárolt értékpapír-portfólió csökkentése.

**Össességében a pénzügyi hangulat romlott az elmúlt időszakban.** A nemzetközi bizalmi indikátorok az időszak első felében még jellemzően emelkedtek, azonban a bankcsődöktől való félelem felerősödését követő időszakban a kockázati megítélés számottevően romlott, a tőzsdeindexek estek, miközben a hozamok és a kamatvárakozások is mérséklődtek.

**Alternatív pályánkban arra számítunk, hogy a feltörekvő piacokkal, így hazánkkal szemben az alappályához képest tartósabban és erőteljesebben megemelkedik a kockázatkerülés.** Ennek eredményeként jelentős tőkeáramlás és az infláció további emelkedése következhet be, ami szigorúbb monetáris kondíciókkal konzisztens.

Alacsonyabb fogyasztás az óvatosabb fogyasztói magatartás következtében

**2022 negyedik negyedében a hazai GDP és a belső keresleti tételek is tovább lassultak.** A kiskereskedelmi üzletek forgalmának volumenének növekedési üteme 2022 eleje óta folyamatosan lassul, 2022 decemberében és 2023 januárjában már éves összevetésben mérséklődött. A lakossági fogyasztást meghatározó fontosabb tényezők közül a reál nettó munkajövedelem is csökkent decemberben, miközben a lakossági bizalmi indikátorok továbbra is alacsony szinten tartózkodnak.

**A magas frekvenciájú adatok az év elejére a GDP-növekedés további lassulását vetítik előre, ami a reálbérek mérséklődésével párhuzamosan a fogyasztási kiadások visszafogását eredményezi.** A jövedelmi viszonyok romlását elsősorban a magas infláció okozza, ami a bérek vásárlóerejének csökkenését eredményezi. A foglalkoztatási folyamatok továbbra is kedvezőek, azonban a bizonytalan gazdasági kilátások miatt a fogyasztók óvatossági motívuma erősödhet. A háztartások a pénzügyi tartalékaik növelésének érdekében a jövedelmük nagyobb részét takaríthatják meg, ezáltal a fogyasztásukat nagyobb mértékben mérsékelhetik.

**Az óvatosabb fogyasztói magatartás következtében alacsonyabb fogyasztással számoló kockázati forgatókönyv esetén** a bizonytalan gazdasági folyamatok mellett a fogyasztói bizalom alacsony szinten marad, így az alappályához képest nagyobb ütemben mérséklődik a hazai fogyasztás. Mindezek eredményeként az alappályához képest alacsonyabb inflációs és növekedési pálya valósul meg, ami lazább monetáris kondíciókkal áll összhangban.

További kockázatok

**A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács három további alternatív pályát mérlegelt. A termelési láncok deglobalizáció erősödése miatti tartós átrendeződését** feltételező alternatív pályában az ismét emelkedő kereskedelmi feszültségek és esetleges védővámok globális keresleti problémákat és növekvő költségkörnyezetet eredményeznek. Az alternatív pálya megvalósulása esetén a külső kereslet mérséklődik, míg a külső infláció a vártnál magasabban alakul, ami mérsékli a hazai kibocsátást és emeli az inflációt, ezáltal szigorúbb monetáris kondíciók válhatnak indokolttá.

**A kínálati korlátok gyorsabb oldódását** bemutató alternatív pályánkban a globális ellátási láncok problémáinak rendeződése és az energiaárak mérséklődése miatt az alappályánál magasabb termelékenységet, valamint a vállalati költségek gyorsabb csökkenését feltételezzük. A normalizálódó világgazdasági környezettel és cserearányokkal, valamint az elmúlt időszakban kiépült új hazai exportkapacitások termelésbe állásával párhuzamosan a mérséklődő vállalati költségek az inflációs nyomást is csökkentik. Az alternatív pálya megvalósulása esetén a hazai növekedés a vártnál magasabban, míg az infláció a vártnál alacsonyabban alakul, ami lazább monetáris kondíciókkal van összhangban.

**A termelékenység és energiahatékonyság gyorsabb javulását** feltételező alternatív pályában az intenzív növekedési modellre való áttérés következtében a versenyképesség javulása elsősorban kínálati oldalról élénkíti tovább a hazai gazdaságot. Az alappályában

feltételezettnél nagyobb mértékben javulhat a termelékenység, amennyiben a versenyképesség javítását célzó 330 lépés közül további javaslatok realizálódnak, illetve a Fenntartható egyensúly és felzárkózás című vitairat 144 pontjának megvalósításával, ezáltal a zöld átállás felgyorsításával az energiahatékonyság javulása fokozódik. A célzott intézkedések teljesülése jelentős mértékben javítja a termelékenységet, ami alacsonyabb ciklikus pozíciót eredményez a hazai gazdaságban. Ez alacsonyabb inflációs pályával és magasabb gazdasági kibocsátással, valamint lazább monetáris kondíciókkal konzisztens.

## 3. Makrogazdasági helyzetértékelés

### 3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

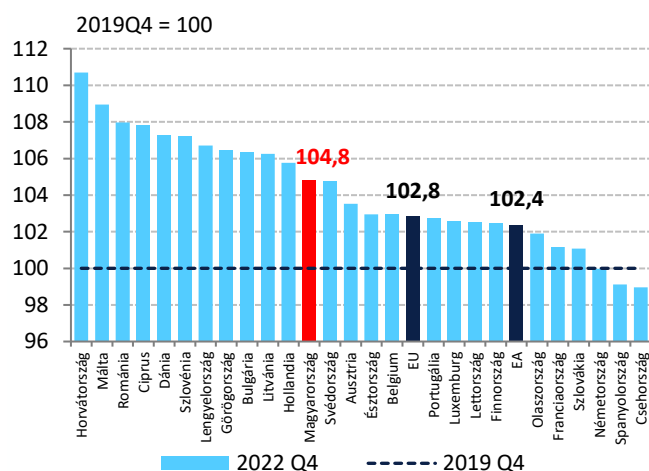
A negyedik negyedév során a meghatározó gazdaságok többségében az elemzői várakozások felett alakult a gazdasági növekedés. A háború előtti szintre csökkenő energiaárak és a válságállónak bizonyuló feldolgozóipari termelésnek köszönhetően a folyamatosan feszült geopolitikai légkör ellenére az Európai Unió gazdaságai a negyedik negyedévben a vártnál kisebb mértékű lassulást mutattak. A nemzetközi konjunktúra – és különösképpen az európai gazdasági kilátások – alakulását továbbra is elsősorban a tovább folytatódó orosz-ukrán háború és a magas infláció határozza meg. Az Európai Unió országai közül 25-ben a kibocsátás már meghaladta a Covid-válság előtti szintet, ugyanakkor legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország gazdasága csak a tavalyi év harmadik negyedévében érte el a 2019 utolsó negyedévi GDP szintjét. Az elmúlt negyedévben a globálisan meghatározó jegybankok tovább szigorították a monetáris kondíciókat. Az Egyesült Államokban a Federal Reserve folytatta kamatemelési ciklusát, valamint a 2022. júniusban megkezdett mérlegszűkítését. Márciusban ugyanakkor érdemben emelkedett a Fed mérlegfőösszege, a pénzügyi turbulencia miatt bevezetett likviditásnyújtó intézkedések következtében. Az EKB folytatta kamatemelési ciklusát és döntött a 2023 márciusában kezdődő mérlegcsökkentésének részleteiről. A régióban a román jegybank januárban kamatot emelt, majd februárban a cseh és lengyel jegybankhoz hasonlóan szinten tartotta az alapkamatot.

#### 3.1.1. A nemzetközi konjunktúra alakulása

**2022 negyedik negyedévében a növekedési számok jellemzően meghaladták az előzetes elemzői várakozásokat.** Az Egyesült Államokban a negyedik negyedévben 0,9 százalékkal nőtt a gazdaság az előző év azonos időszakához képest, míg negyedéves alapon 0,7 százalékkal bővült. Kínában 2,9 százalékos gazdasági növekedést regisztráltak 2021 negyedik negyedévéhez képest, míg negyedéves bázison stagnált. 2022 negyedik negyedévében az EU gazdasága 1,7 százalékkal, az eurozónáé 1,8 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. Az Európai Unió országai közül 25-ben a Covid-válság előtti szintje felett alakul a gazdasági aktivitás, azonban az EU 27 országa közül negyedéves alapon 10 tagországban csökkent a GDP. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország gazdasága 2022 negyedik negyedévében 0,9 százalékkal bővült éves bázison.

**A nemzetközi konjunktúra – és különösképpen az európai gazdasági kilátások – alakulását továbbra is elsősorban a tovább folytatódó orosz-ukrán háború és a magas infláció határozza meg.** A világ ipari termelése és a világkereskedelem a háborút megelőzően erős dinamikát mutatott. Az orosz-ukrán háború következményeként visszaeső globális ipari termelés és kereskedelem a második negyedévtől újra növekedésnek indult, ami azonban a negyedik negyedévben megtört, az ipari termelés bővülése lassult, a kereskedelem pedig jelentősen visszaesett (3-2. ábra). Az enyhe télnek, a gáztárolók magas töltöttségének, a főbb nyersanyagárak háború előtti szintre való visszatérésének és az energiaintenzív feldolgozóipari

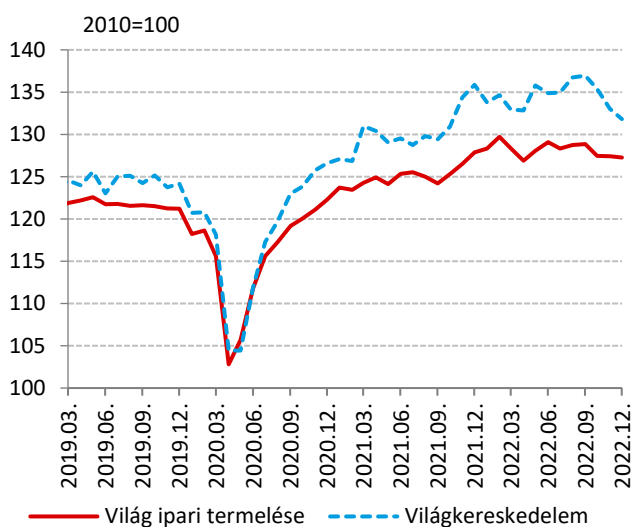
3-1. ábra: A GDP szintjének alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok alapján. Írországban 134,3 százalékon alakult a szint 2022 negyedik negyedévében.

Forrás: Eurostat

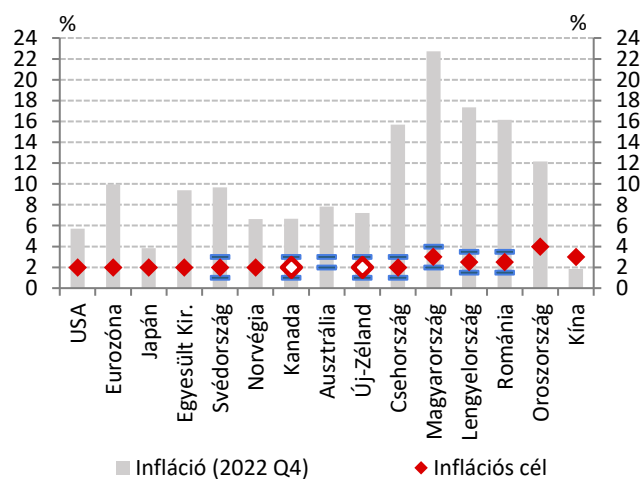
3-2. ábra: A világ ipari termelésének és a világereskedelemnek az alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: CPB

3-3. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása



Megjegyzés: A két vonal az Ausztrália, Kanada és Új-Zéland esetében az inflációs célsávot jelölik, míg a többi ország esetében a cél körüli toleranciasávot. Kanada és Új-Zéland esetében hangsúlyos a sávközép, amit üres rombuszsal jelöltünk.

Forrás: OECD, FRED, National Institute of Statistics Romania, Statistics Sweden, Federal State Statistics Service

alágazatok csökkenő kibocsátásának köszönhetően a rövid távú energiaellátás-biztonsági kockázatok enyhültek Európában. Ennek ellenére a korábbinál magasabb kamatpályák és az elhúzódó infláció miatt a globális és európai növekedési kilátások a decemberi előrejelzéshez képest érdemben nem változtak. A hazai és nemzetközi konjunktúraindexek esése megállt az elmúlt hónapokban, azonban a fogyasztói bizalom továbbra is rendkívül alacsony.

### 3.1.2. Nemzetközi monetáris politikai, inflációs és pénzügyi folyamatok

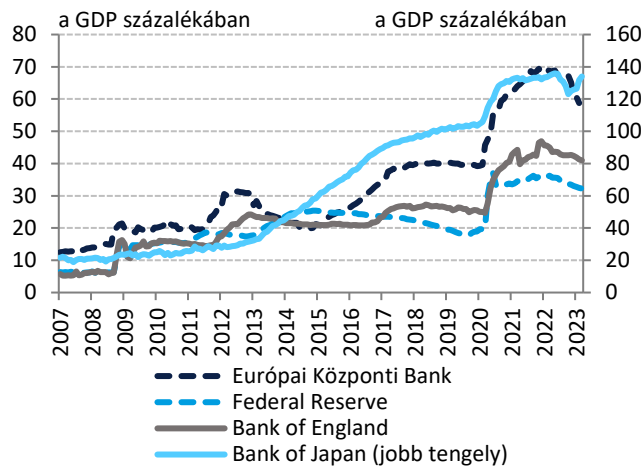
**A globális infláció az elmúlt hónapokban mérséklődött, azonban a maginfláció perzisztensnek bizonyult és egyes országokban továbbra is növekedett.** A fejlett gazdaságok többségében az inflációs ráta továbbra is érdemben meghaladta a jegybanki célértékeket (3-3. ábra). Erre reagálva a globálisan meghatározó jegybankok folytatták a monetáris kondíciók szigorítását, míg a régióban a cseh, a lengyel és a román jegybank legutóbbi kamatdöntő ülésén szinten tartotta az alapkamatot.

**Az Egyesült Államokban a CPI inflációs mutató a 2022. decemberi 6,5 százalékról 2023. januárban 6,4 százalékra, februárban pedig 6,0 százalékra csökkent.** Ezzel párhuzamosan a maginfláció a 2022. decemberi 5,7 százalékról 2023. januárban 5,6 százalékra, majd februárban 5,5 százalékra mérséklődött. A PCE inflációs mutató a 2022. decemberi 5,3 százalékról januárban 5,4 százalékra emelkedett, meghaladva az elemzői várakozásokat. A márciusban kialakult pénzügyi turbulencia miatt bevezetett likviditásnyújtó intézkedések következtében 300 milliárd dollárral növekedett a Fed mérlegfőösszege, amely 2023. március közepére 8689 milliárd dollárra, a GDP 33,3 százalékára emelkedett (3-4. ábra).

**Az Egyesült Államokban a Federal Reserve folytatta kamatemelési ciklusát.** A jegybank legutóbbi, 2023. márciusi kamatdöntő ülésén 25 bázisponttal 4,75-5,00 százalékra emelte az irányadó ráta célsávját. Jerome Powell, a Fed elnöke szerint noha elkezdődött a dezinflációs folyamat, még nagyon korai szakaszban jár és hosszú út áll a jegybank előtt a 2 százalékos inflációs cél eléréséig. A jegybankelnök előretekintve némi további monetáris politikai szigorítást helyezett kilátásba („some additional policy firming”). A kialakult pénzügyi turbulenciára reagálva a Federal Reserve és öt másik, globálisan meghatározó jegybank március 19-én bejelentette, hogy összehangoltan fokozzák a likviditást az amerikai dollár swap megállapodásokon keresztül. A Fed emellett egy új



3-4. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban



Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

finanszírozási programot indított, Bank Term Funding Program (BTFFP) néven.

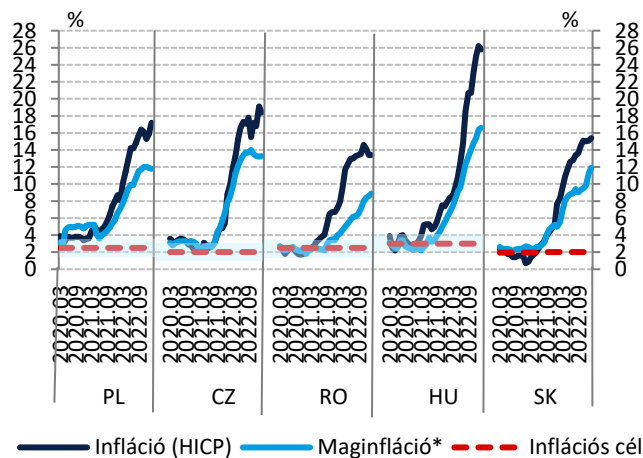
**Az euroövezetben az infláció a 2022. decemberi 9,2 százalékról 2023. januárban 8,6 százalékra, februárban pedig 8,5 százalékra mérséklődött.** Ugyanakkor, a maginfláció a 2022. decemberi 5,2 százalékos szintjéről, 2023 januárban 5,3 százalékra, februárban pedig 5,6 százalékra emelkedett. Márciusi előrejelzésében a központi bank lefelé módosította inflációs előrejelzését, mely alapján 2023-ban 5,3 százalékon 2024-ben 2,9 százalékon, 2025-ben pedig 2,1 százalékon alakulhat az infláció. Az EKB mérlegfőösszege 2023. március elején 7829 milliárd eurón, a GDP 58,7 százalékán alakult (3-4. ábra).

**Az EKB folytatta kamatemelési ciklusát és döntött a 2023 márciusában kezdődő mérlegcsökkentés részleteiről. A jegybank márciusi kamatdöntő ülésén 50 bázisponttal emelte az irányadó rátákat.** Az EKB döntését azzal indokolta, hogy az infláció előretekintve túl sokáig marad emelkedett szinten. Christine Lagarde, az EKB elnöke kamatdöntés utáni beszédében elmondta, hogy az EKB adatfüggő módon dönt a következő hónapokban. A mérlegcsökkentés során március elejétől az APP portfólió eszközállománya átlagosan havi 15 milliárd euróval csökken június végéig. Az ezt követő csökkentés üteméről később fog dönteni a jegybank. Az EKB a PEPP keretében vásárolt lejáró értékpapírokat legalább 2024 végéig újrabefekteti.

**A japán jegybank nem változtatott a többlettartalékokra kivetett -0,1 százalékos kamaton. Decemberi kamatdöntő ülésén ugyanakkor a 10 éves állampapírpiazi hozamra megállapított 0 százalékos cél körüli toleranciasávot mindkét irányba 25-ről 50 bázisponttal növelte a jegybank.** A hozamcél megtartása érdekében a jegybank munkanapokon korlátlan mennyiségű államkötvény vásárlására tesz ajánlatot 0,5 százalékos fix kamat mellett, ami egyben a jegybank hozamcéljának felső határa. A jegybank mindaddig folytatja mennyiségi és minőségi lazítási programját (QQE), ameddig az infláció stabilan el nem éri a 2 százalékos árstabilitási célt. Az infláció a 2022. novemberi 3,8 százalékról, decemberben 4,0 százalékra, 2023. januárban pedig 4,3 százalékra nőtt. A jegybank GDP arányos mérlegfőösszege 2023. március elején 133,9 százalékon alakult. A mérlegfőösszeg 2022. október óta újból növekedést mutat, az azt megelőző csökkenés után (3-4. ábra).

**A kínai jegybank nem változtatott a középtávú hiteleszköz 2,75, illetve az egy- és ötéves referencia hitelkamatok 3,65 és 4,3 százalékos szintjén.** A jegybank tavaly december óta jelentős mértékben növelte a bankrendszer likviditását,

3-5. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban



Megjegyzés: Éves változás, százalék. \*A maginfláció esetében az Eurostat szerinti definíció (energia, élelmiszer, alkohol és dohánytermékek nélküli infláció). A kék terület az inflációs célok körüli toleranciasávot jelöli.

Forrás: Eurostat

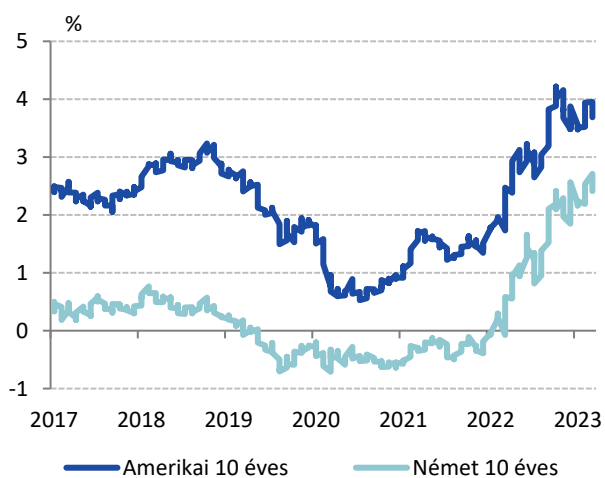
valamint meghosszabbította strukturális monetáris politikai eszközeit. A jegybank márciusi kamatdöntő ülésén arról döntött, hogy március 27-i hatállyal 0,25 százalékponttal csökkenti a kötelező tartalékráták szintjét. Az infláció a 2022. decemberi 1,8 százalékos szintjéről 2,1 százalékra emelkedett 2023. januárban, majd 1 százalékra csökkent februárban. A kínai jegybank mérlegfőösszege 2022. szeptember óta újból növekedést mutat. Január elején a jegybanki mérlegfőösszeg a GDP 34,9 százalékán alakult.

**A lengyel jegybank 2022. szeptember óta változatlan szinten, 6,75 százalékon tartja az irányadó rátáját.** Előretekintve, a jegybank a további lépésekről a beérkező inflációs, növekedési és munkaerőpiaci adatok alapján fog dönteni, emellett figyelembe veszi az orosz-ukrán háború lengyel gazdaságra gyakorolt hatását. Az infláció a 2022. decemberi 16,6 százalékról 2023. januárban 17,2 százalékra, majd februárban 18,4 százalékra emelkedett. A harmonizált fogyasztóiár-index 17,2 százalék volt februárban (3-5. ábra). Adam Glapinski jegybankelnök elmondta, hogy hivatalosan nem zárták le a kamatemelési ciklust és egyelőre még nem világos, hogy idén vagy jövőre kezdődhet-e meg a kamatcsökkentés.

**A cseh jegybank 2022. június óta változatlan szinten, 7,0 százalékon tartja az irányadó rátáját.** A legutóbbi, februári kamatdöntő ülést követő közlemény szerint a jegybank továbbra is megakadályozza a cseh korona árfolyamának túlzott ingadozását. Aleš Michl, a cseh jegybank elnöke szerint a kamatlábak egy ideig magasabbak maradnak annál, mint az elmúlt tíz évben voltak. Az infláció a 2022. decemberi 15,8 százalékról 2023. januárban 17,5 százalékra emelkedett, majd februárban 16,7 százalékra csökkent. A harmonizált fogyasztóiár-index februárban 18,4 százalék volt (3-5. ábra). A jegybank szerint az infláció januári markáns emelkedése az energiaár-támogatás megszűnését és a januári átárazást tükrözi, amelyek hatására a fogyasztói árak 6 százalékkal nőttek az előző hónaphoz viszonyítva. A jegybank előrejelzése alapján az infláció tavasztól viszonylag gyorsan mérséklődni fog, és az év második felében 10 százalék alá csökken.

**A román jegybank januári kamatdöntő ülésén 25 bázisponttal 7,0 százalékra emelte az irányadó rátát, majd februári kamatdöntő ülésén változatlanul hagyta az alapkamatot.** Mugur Isarescu, a román jegybank elnöke szerint a jegybank valószínűleg folytatja a kiváráó megközelítést, amíg az infláció a 7 százalékos alapkamat szintje alá nem csökken. Az infláció a 2022. decemberi 16,4 százalékos szintjéről 2023. januárban 15,1 százalékra csökkent, februárban pedig 15,5 százalékra emelkedett. A harmonizált fogyasztói-árindex februárban 13,4 százalék

3-6. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai és német állampapírhozamok alakulása



Forrás: EPFR, Bloomberg

volt (3-5. ábra). A jegybank előrejelzése szerint az infláció a korábban vártnál gyorsabb ütemben fog csökkenni, és már 2023 harmadik negyedévében egyszámjegyű tartományba kerülhet.

**Az elmúlt negyedévben enyhén javult a hangulat a globális pénzpiacokon, bár a kamatvárákozások gyengülésével a fejlett piaci hosszú állampapírhozamok is csökkentek. A fejlett és feltörekvő piaci tőzsdeindexek emelkedtek az időszak során.** Az időszak elején az amerikai infláció vártnál kisebb csökkenése, valamint a vártnál kedvezőbb növekedési adatok közlése a fejlettpiaci kamatemelési várákozások emelkedéséhez vezetett, amit a jegybanki vezetők kommunikációja tovább erősített. Ugyanakkor a Silicon Valley Bank (SVB) csődje növelte a kockázatkerülést és a piaci hangulat jelentősen romlott az időszak végén. Ennek megfelelően a fejlett piaci állampapírhozamok az időszak elején emelkedtek, majd csökkentek. A nemzetközi tőzsdeindexek jellemzően nőttek az időszak egészében.

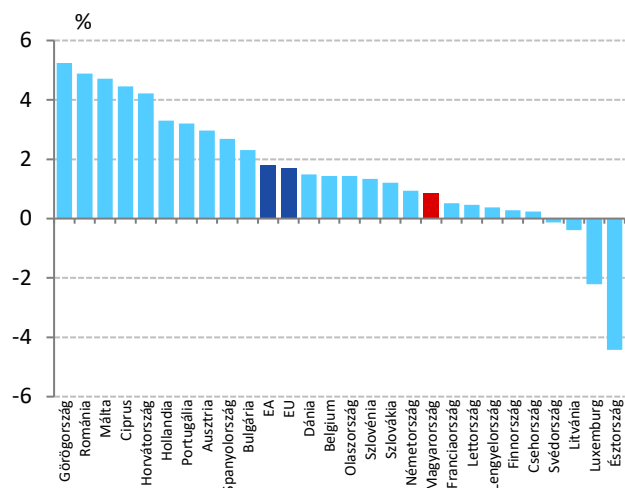
**Az európai és az amerikai részvényindexek jelentősebben 3-8 százalékkal emelkedtek.** A feltörekvő országok tőzsdéi ugyanakkor átlagosan 0,8 százalékkal csökkentek. A dollár az euróval és a feltörekvő devizákkal, köztük a szűk régió devizáival szemben is gyengült, míg a brit fonttal és a japán jennel szemben erősödött. A fejlett piaci hosszú kötvényhozamok jellemzően csökkentek, így az amerikai tízéves állampapír hozama 20 bázisponttal 3,4 százalékra, míg a német tízéves állampapír 6 bázisponttal 2,27 százalékra csökkent. (3-6. ábra)

**A Fed és az EKB is folytatta a kamatemeléseket, ugyanakkor a fejlett piaci kamatok emelésével kapcsolatos piaci várákozások gyengültek a kockázatkerülés erősödésével.** A piaci árazások alapján a Fed és az EKB esetében is a közeljövőben várják a kamatemelési ciklus csúcspontját. A Fed esetében, az idei év végére árazott kamatszint 4,41 százalékról 4,12 százalékra csökkent, míg az EKB esetében az év végére várt kamatszint 3,39 százalékról 3,28 százalékra csökkent.

### 3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése

A magyar gazdaság növekedése tovább lassult 2022 negyedik negyedévében, a bruttó hazai termék 0,4 százalékkal emelkedett éves bázison, az előző negyedévhez képest azonban 0,4 százalékkal csökkent a kibocsátás. A termelés oldali folyamatokat tekintve az ipar (+2,7 százalék), az építőipar (+0,9 százalék) és a szolgáltatások (+2,8 százalék) hozzáadott értéke is emelkedett, míg a mezőgazdaság teljesítménye 32,3 százalékkal csökkent éves alapon 2022. negyedik negyedévben. Felhasználás oldalon a fogyasztás (+2,1 százalék) és a nettó export (+0,5 százalék) nőtt, míg a bruttó állóeszköz-felhalmozás (-8,6 százalék) és a közösségi végső fogyasztás (-2,4 százalék) mérséklődött. 2022-ben összességében 4,6 százalékkal bővült a hazai GDP.

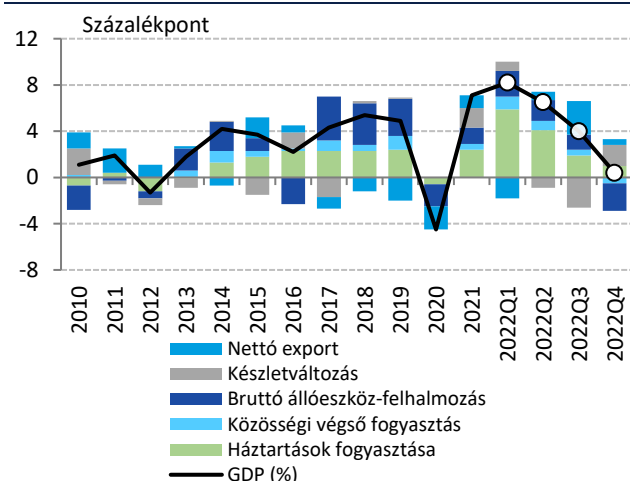
3-7. ábra: A GDP éves változása 2022. negyedik negyedévben az Európai Unió országaiban



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok. Írország éves növekedési üteme 13,1 százalék volt.

Forrás: Eurostat

3-8. ábra: A GDP éves változásának felhasználás oldali dekompozíciója



Megjegyzés: A közösségi végső fogyasztás a kormányzattól és nonprofit intézményektől kapott természetbeni társadalmi juttatásokkal együtt. A készletváltozás tartalmazza az értéktárgyak beszerzésének és eladásának egyenlegét is.

Forrás: KSH

A magyar gazdaság növekedése tovább lassult 2022 negyedik negyedévében, a bruttó hazai termék 0,4 százalékkal nőtt éves alapon a nyers adatok szerint. A nemzetközi összevetéshez használt szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján 0,8 százalékkal emelkedett a GDP az előző év azonos időszakához képest, azonban negyedéves alapon csökkenést mutat a kibocsátás. Az eurozóna 1,8 százalékkal, az EU-27 országának gazdasága pedig 1,7 százalékkal bővült éves bázison (3-7. ábra). Az Európai Unióhoz viszonyított növekedési többletünk elfogyott, ugyanis a hazai növekedési ütem 0,9 százalékponttal alacsonyabb volt, mint az uniós átlag.

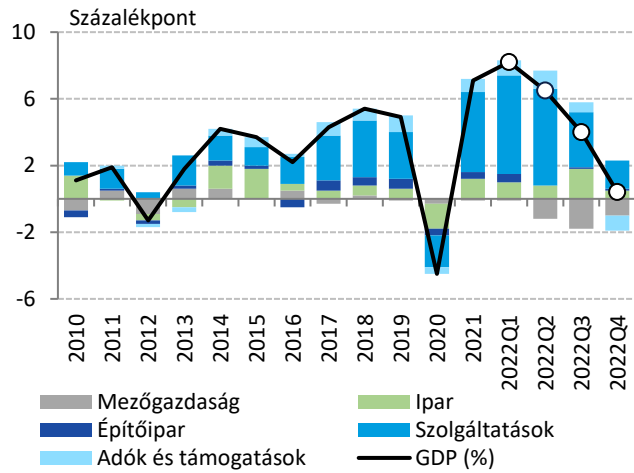
A háztartások fogyasztási kiadása 2,1 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva (3-8. ábra). A legnagyobb mértékben a szolgáltatások fogyasztása (+5,0 százalék) emelkedett. A közösségi végső fogyasztás 2,4 százalékkal csökkent éves alapon. A kormányzattól kapott természetbeni társadalmi juttatások 0,2 százalékkal növekedtek, míg a nonprofit szektortól kapott természetbeni társadalmi juttatások 0,6 százalékkal, a közösségi fogyasztás 4,5 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest (3-9. ábra).

A bruttó állóeszköz-felhalmozás hozzáadott értéke 8,6 százalékkal mérséklődött éves bázison, ugyanakkor a készletváltozás növekedési hozzájárulása pozitívan alakult. Az építési beruházások volumene nagyobb mértékben csökkent, mint az gép- és berendezésberuházásoké. A beruházási ráta 28,5 százalék volt.

Az export volumene (+9,8 százalék) nagyobb mértékben növekedett, mint az importé (+9,2 százalék). Az áruexport 8,5 százalékkal, míg a szolgáltatások exportja 15,6 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. A nettó export 0,5 százalékponttal támogatta a negyedik negyedévi GDP-növekedést.

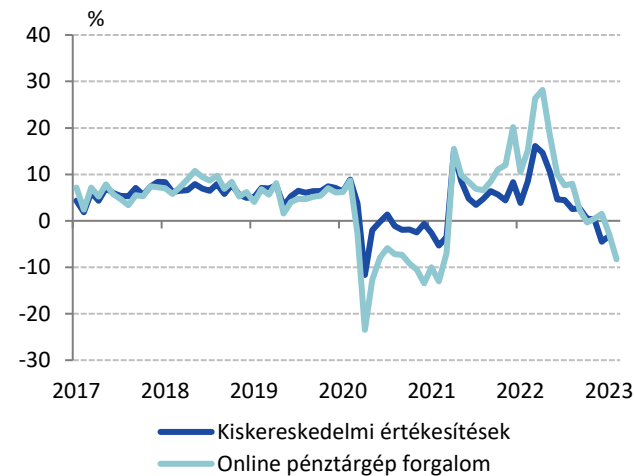
A fő nemzetgazdasági ágak többsége bővült 2022. negyedik negyedévben (3-9. ábra). Az ipar teljesítménye 2,7 százalékkal emelkedett az utolsó negyedévben éves összehasonlításban. A feldolgozóipari ágazatok közül a legnagyobb mértékben a járműgyártás és a villamos berendezés gyártása járult hozzá az ipar éves bővüléséhez,

3-9. ábra: A GDP éves változásának termelési oldali dekompozíciója



Forrás: KSH

3-10. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések és az online pénztárgépek forgalmának éves változása



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok. Az online pénztárgép reáladatok a fogyasztói árindekszel deflált értékek.

Forrás: KSH, NAV

míg leginkább a vegyi anyag és vegyi termék gyártása fékezte azt. **Az építőipar hozzáadott értéke 0,9 százalékkal növekedett.**

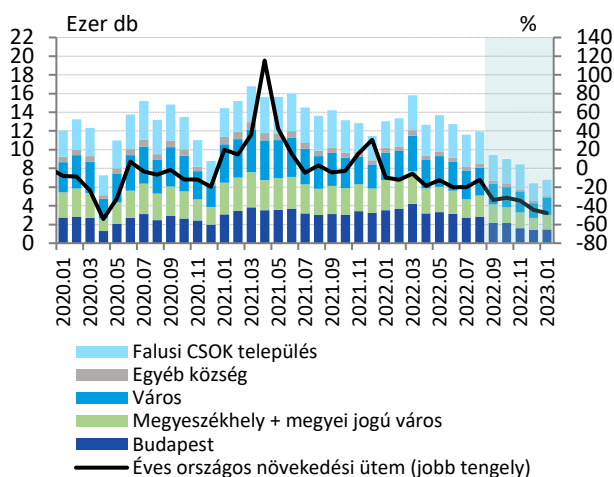
**A mezőgazdaság teljesítménye a súlyos aszálykár következtében 32,3 százalékkal csökkent az év végén éves alapon.**

**A szolgáltatások hozzáadott értéke együttesen 2,8 százalékkal emelkedett.** A legerőteljesebb növekedés a szállítás, raktározás (+8,0 százalék), valamint az ingatlanügyletek (+5,9 százalék) nemzetgazdasági ágban történt. Az államhoz köthető szolgáltatások (közigazgatás, védelem, kötelező társadalombiztosítás; oktatás; humán-egészségügyi, szociális ellátás) teljesítménye éves alapon összességében 2,6 százalékkal növekedett. Az egészségügyben 8,0 százalékos éves bővülést regisztráltak. A közigazgatás, védelem; kötelező társadalombiztosítás volumene 1,7 százalékkal csökkent, míg az oktatásé 3,5 százalékkal emelkedett.

**2022 negyedik negyedében megindult a kiskereskedelmi értékesítések éves növekedési ütemének mérséklődése** (3-10. ábra). 2023. januárban a kiskereskedelmi értékesítések volumene 3,3 százalékkal csökkent éves összevetésben a szezonálisan és naptárhatástól megtisztított adatok alapján. Az üzemanyag-töltő állomások értékesítése nélkül tavaly július óta tart a csökkenés éves bázison a kiskereskedelemben. A NAV online pénztárgépek forgalma nominálisan 17,1 százalékkal nőtt, míg az inflációval korrigált forgalom 8,3 százalékkal csökkent februárban éves összevetésben. Ez az adat abban tér el a kiskereskedelmi forgalomtól, hogy tartalmazza például a vendéglátás, a taxiszoállítás és a szálláshelyszolgáltatások egy részének forgalmát is.

**A negyedik negyedében a háztartási hitelpiacon csökkent az új szerződéskötések száma, a hitelállomány bővülése pedig lassult a korábbi időszakokhoz képest.** A teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállományának éves növekedési üteme előző negyedévhez képest 1,1 százalékponttal lassulva 5,3 százalékot ért el december végén. A hitelintézetek által 2022. negyedik negyedében szerződött lakáshitelek volumene az előző év azonos időszakától 54 százalékkal maradt el, míg a személyi hitelek kibocsátása 18 százalékkal volt alacsonyabb. A negyedik negyedében 132 milliárd forint értékben kötöttek a házaspárok babaváró hitelszerződéseket, mely összeg 7 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszakát. Ugyanakkor ebben a program meghosszabbításával kapcsolatos bizonytalanság miatti előrehozott kereslet is szerepet játszott. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a fogyasztási és a lakáshitelek esetében csökkenő

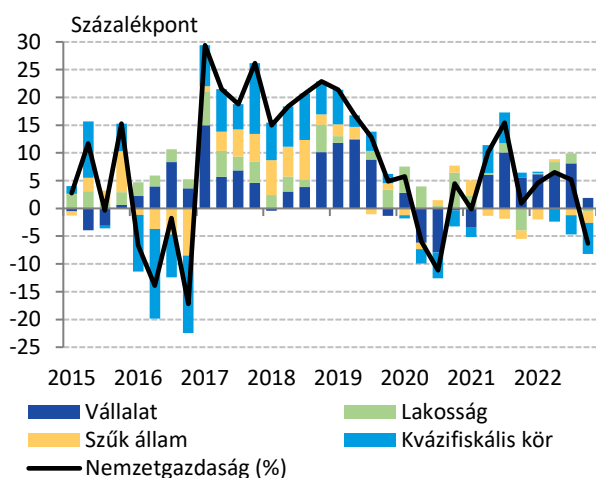
**3-11. ábra: Lakáspiaci tranzakciók száma településtípusonként**



Megjegyzés: Az ábrán kizárólag a magánszemélyek általi, 50 és 100 százalékos tulajdonszerzések szerepelnek. 2021 áprilisától 2022 júniusáig a NAV településtípusonkénti feldolgozottsági szint becslése alapján korrigálva. A kiemelt hónapok ingatlanközvetítők tranzakciói és becsült piaci részesedése alapján.

Forrás: NAV, MNB, lakáspiaci közvetítői adatbázis.

**3-12. ábra: A beruházások éves változásának felbontása**



Forrás: KSH

keresletről számolt be a bankok nettó értelemben vett 80, illetve 92 százaléka a negyedik negyedév során. Előretekintve 2023. első felévére bár mindkét alpiacon kisebb arányban, de a kereslet további csökkenésére és a hitelsztenderdek szigorítására számítanak a bankok.

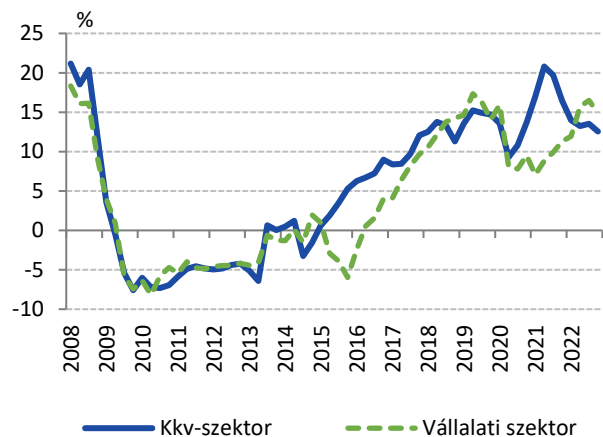
**2022 negyedik negyedévében jelentősen visszaesett a lakáspiaci tranzakciók száma (3-11. ábra).** 2022 negyedik negyedévében a falusi CSOK-ra jogosult településeken 21 százalékkal, Budapesten 47 százalékkal, a megyei jogú városokban 45 százalékkal, a többi városban 32 százalékkal, az egyéb községekben pedig 41 százalékkal csökkent a tranzakciók száma éves összehasonlításban. Országos szinten a negyedik negyedévben így összesen 23,8 ezret tehetett ki a lakáspiaci adásvételszám, ami 36 százalékos elmaradást jelent az előző év azonos időszakai 37,4 ezres tranzakciószámától. Az adásvételek negyedik negyedévi száma ezzel rekordalacsony szintre csökkent. 2023. januárban folytatódott a csökkenés, az adásvételek száma lényegében megfelelő az előző év januárjához képest. Az MNB lakásárindex alapján 2022 harmadik negyedévében országosan 3,3 százalékkal, ezen belül a fővárosban 1,0 százalékkal, a vidéki városokban 3,7 százalékkal, a községekben 4,4 százalékkal drágultak a lakások negyedéves alapon nominális értelemben. Előzetes adatok alapján 2022 negyedik negyedévében a lakáspiaci aktivitás jelentős visszaesésével összhangban már a lakásárak is mérséklődni kezdtek, országosan 0,3 százalékkal csökkentek negyedéves alapon.

**A nemzetgazdasági beruházások 2022 negyedik negyedévében 6,3 százalékkal csökkentek az előző év azonos időszakához viszonyítva (3-12. ábra).** A lassulás jelentős az előző negyedévi 5,2 százalékos növekedés után. A visszaesés széles körű volt, de leginkább az állami, részben EU által finanszírozott, építési jellegű beruházások fékeződéséből fakadt. A szezonálisan igazított beruházási volumen 5,5 százalékkal mérséklődött 2022 harmadik negyedévéhez képest. **A gép- és építési beruházások egyaránt csökkentek a negyedik negyedévben.** A gép- és berendezésberuházások 5,5 százalékkal, míg az építési beruházások 6,6 százalékkal mérséklődtek. A gépberuházásokon belül az importált gépek volumene és a belföldi gyártásúaké egyaránt mérséklődött.

**Az exportorientált feldolgozóipar beruházásai 10,7 százalékkal bővültek, míg a belföldi piacra termelő ágazatok investíciói 12,1 százalékkal estek vissza.** 2022 negyedik negyedévében a költségvetési szervek beruházásai 28,4 százalékkal csökkentek. A csökkenés oka többek között az uniós forrásból finanszírozott projektek kisebb volumenű megvalósítása volt. A szűk állami szektor (közigazgatás,



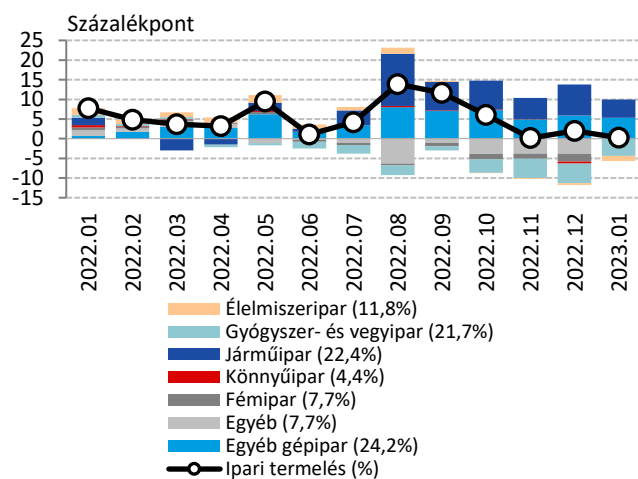
**3-13. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása**



Megjegyzés: A vállalati szektor növekedési üteme tranzakció alapú, a teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelek alapján. A kkv szektor az önálló vállalkozókat nem tartalmazza.

Forrás: MNB

**3-14. ábra: A hazai ipari termelés éves változásának ágazati felbontása**



Megjegyzés: Zárójelben az ágazatok 2022. évi súlya szerepel az ipari termelésben. Víz- és hulladékgazdálkodás nemzetgazdasági ág nélkül. A teljes ipari termelés nem tartalmazza az öt fő alatti vállalkozások teljesítményét.

Forrás: KSH

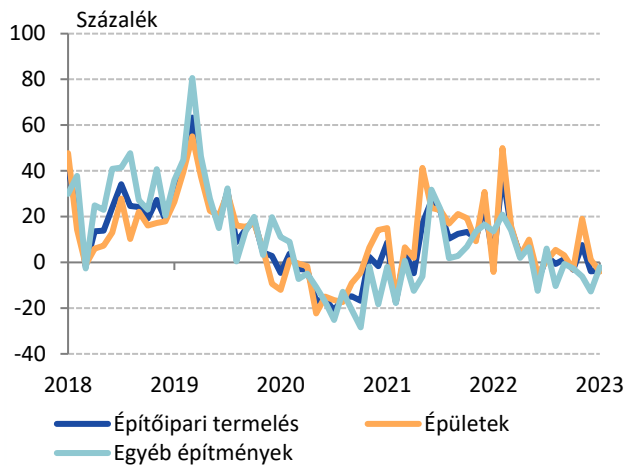
oktatás, egészségügy) beruházásai 24,7 százalékkal mérséklődtek. Az államhoz közvetetten kapcsolódó (kvázifiskális) ágazatok beruházásai 18,5 százalékkal csökkentek. A lakossági beruházások enyhén csökkentek a negyedik negyedévben.

**A vállalati hitelállomány a teljes pénzügyi közvetítőrendszer tekintve 14,9 százalékkal növekedett 2022 negyedik negyedévében (3-13. ábra), amely 1,6 százalékpontos lassulást jelent az előző negyedév végi értékhez képest.** A vállalati hitelezésen belül a kkv hitelállomány 12,6 százalékkal növekedett éves alapon a negyedik negyedév végén. Az újonnan szerződött vállalati hitelek 73 százaléka piaci<sup>1</sup> alapon kötött szerződés volt a negyedik negyedévben, mely arány a Széchenyi Kártyaprogram felfutása miatt alacsonyabb volt, mint az előző negyedévi 84 százalék. A hitelezési felmérés válaszai alapján a negyedik negyedévben a hitelsz tenderdeken a bankok nettó értelemben vett 23 százaléka szigorított, míg előretekintve a nettó értelemben vett 29 százaléka további szigorítást valószínűsít. A szigorítás irányába mutató tényezőként a bankok elsősorban ciklikus tényezőket jelölték meg. A banki likviditást és tőkehelyzetet tekintve a bankok szűkebb köre jelzett csak szigorítást, a bankok hitelezési képessége így továbbra is magas szinten áll. A hitelkereslet tekintetében a bankok nettó értelemben vett 31, illetve 70 százaléka tapasztalt élénkülést 2022 negyedik negyedévében a deviza-, és a rövid lejáratú hitelek iránt, míg a bankok 35, és 64 százaléka keresletcsökkenést tapasztalt a forint-, és hosszú lejáratú hitelek esetében. Előretekintve ezen szétartó tendencia további fennállása várható. **A vállalati hitelállomány mintegy 15 százalékkal növekedett 2022-ben, ez azonban reál értelemben már enyhe csökkenést jelent.**

**A hazai ipari termelés 2,7 százalékkal emelkedett a negyedik negyedévben az előző év azonos időszakához képest (3-14. ábra).** Az ipari alágazatokon belül az akkumulátorgyártás dinamikus felfutása folytatódott. Az alacsony bázisnak köszönhetően jelentős mértékben bővült a járműgyártás, ugyanakkor a gyógyszer- és vegyipar, az élelmiszeripar és a fémipar teljesítménye visszaesett. A külkereskedelmi termékforgalom egyenlege változatlanul hiányt mutatott az év negyedik negyedévében. A cserearány 2,4 százalékkal romlott éves bázison decemberben, amihez elsősorban továbbra is az ásványi fűtőanyagok

<sup>1</sup> A piaci hitelek részarányának számítása során a nem „Normál piaci” kategóriába sorolt nem folyószámla jellegű hitelek arányát vizsgáljuk az MFB és EXIM nélkül vett hitelintézeti szerződéskötéseken belül.

3-15. ábra: Az építőipari termelés éves változása



Forrás: KSH

áremelkedése járult hozzá, amelynek hatása 4,5 százalékponttal rontotta a cserearányt.

**Az építőipari kibocsátás 2022 negyedik negyedében 0,1 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest.** Az épületek építése 5,3 százalékkal növekedett, míg az egyéb építmények építése 7,5 százalékkal csökkent éves bázison. 2023. januárban 3,6 százalékkal mérséklődött az építőipari termelés volumene éves alapon (3-15. ábra).



### 3.3. Munkaerőpiac

A nemzetgazdaságban a foglalkoztatottak száma továbbra is historikusan magas szinten alakul. Az előző év azonos időszakához képest tovább bővülő foglalkoztatást a versenyszféra létszám-bővítése magyarázta a negyedik negyedévben is. A munkanélküliségi ráta nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsony, emellett a kiírt üres álláshelyek száma a válság előtti tartományban van, így a munkaerőpiac stabil és egyelőre nem reagál a konjunktúra lassulására (a kérdéssel a 3-1. keretes írásban részletesebben is foglalkozunk). 2022 negyedik negyedévében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 18,4 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest.

3-16. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása



Megjegyzés: Negyedéves mozgóátlagok.

Forrás: KSH

#### 3.3.1. Bérek

**A bérezési folyamatok továbbra is erősek. 2022 negyedik negyedévében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 18,4 százalékkal nőtt éves alapon (3-16. ábra).** A rendszeres átlagkereset szintén 18,4 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest, míg a prémiumkifizetések meghaladták a korábbi évek átlagát. Az átlagbérek növekedésének dinamikája a versenyszféra legtöbb ágazatában 15 százalék felett alakult a negyedik negyedévben.

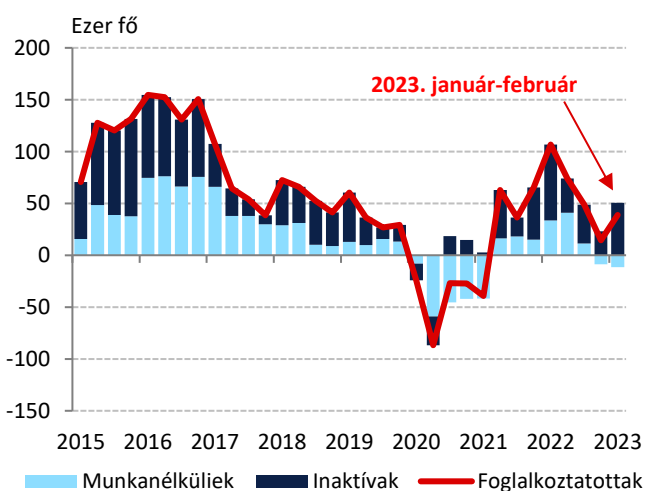
**A régiós országok körében a hazai nominális bérdinamika volt a legmagasabb 2022 utolsó negyedévében.** A nemzetgazdasági bérnövekedés 17,7 százalék volt az év utolsó három hónapjában Magyarországon. Ezzel szemben Lengyelországban 12,3 százalékkal, Romániában 12,2 százalékkal, Csehországban 7,9 százalékkal, míg Szlovákiában 6,5 százalékkal nőttek a keresetek éves alapon. A reálbérek a régió minden országában csökkentek.

#### 3.3.2. Foglalkoztatás és munkanélküliség

**A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma továbbra is magas szinten alakult, 2022 negyedik negyedévében a 15-74 éves foglalkoztatottak átlagos létszáma 4 millió 702 ezer fő volt, így a foglalkoztatás 15 ezer fővel bővült az előző év azonos időszakához képest (3-17. ábra).** A szezonálisan igazított adatok alapján 2023 februárjában a foglalkoztatás szintje januárhoz képest enyhén csökkent. A KSH háromhavi mozgóátlagon alapuló módszertanával számított munkanélküliségi ráta 4,1 százalékon alakult 2022. december – 2023. február között. Nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsonynak tekinthető a hazai munkanélküliségi ráta.

**A foglalkoztatás bővülését a versenyszféra magyarázta.** A negyedik negyedévben a külföldi telephelyen foglalkoztatottak száma 13 ezer fővel emelkedett, a közfoglalkoztatottak száma 14 ezer fővel mérséklődött éves alapon. A versenyszféra foglalkoztatása az előző év azonos időszakához képest 28 ezer fővel bővült. A teljes munkaidő egyenértékes (TME) létszám 2,6 százalékkal magasabb volt az előző év azonos időszakához képest 2022 negyedik negyedévében. A negyedéves frekvencián rendelkezésre

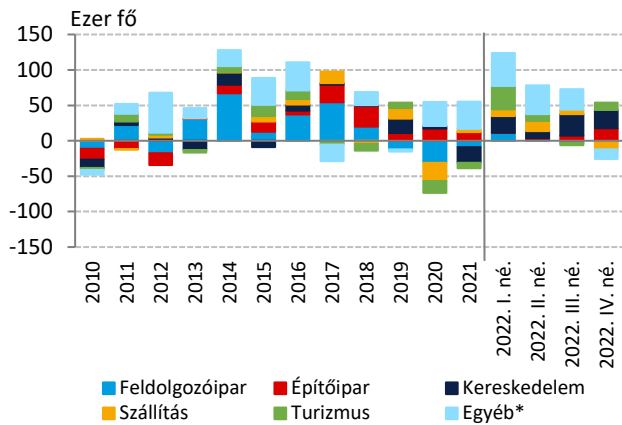
3-17. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása



Megjegyzés: 2023. I. negyedéve helyett januári-februári adatok állnak rendelkezésre. A munkanélküliek és az inaktívák számának változása ellentétes előjellel szerepel.

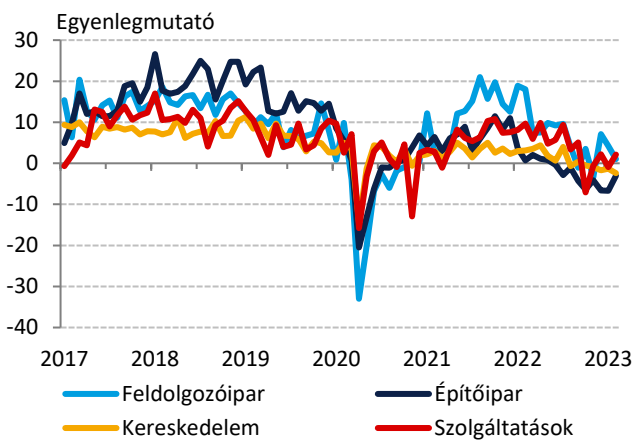
Forrás: KSH

**3-18. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása**



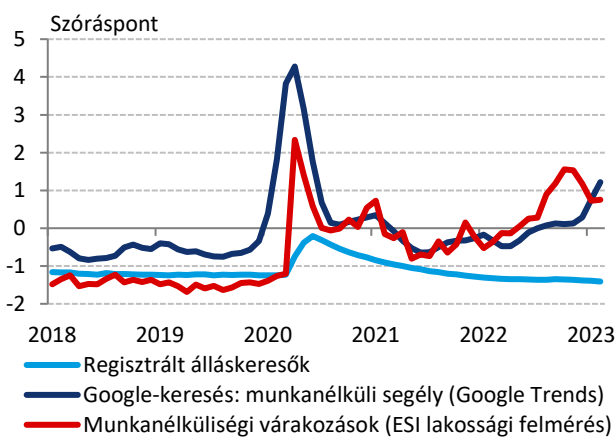
Megjegyzés: \*Mezőgazdaság, egyéb ipari és piaci szolgáltató ágazatok. Forrás: KSH

**3-19. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében**



Megjegyzés: Az egyenlegmutató értéke pozitív (negatív), ha a vállalatok többsége létszámbővítést (létszámcsökkentést) tervez. Szezonálisan igazított adatok. Forrás: Európai Bizottság

**3-20. ábra: A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók**



Megjegyzés: Standardizált értékek Forrás: NFSZ, ESI, Google

álló részletes ágazati adatok alapján elsősorban a piaci szolgáltató szektorokban (ezen belül a kereskedelem, a szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás, az ingatlanügyletek és a szakmai, tudományos, műszaki tevékenységek területén) nőtt a létszám, a közigazgatás és az oktatás területén csökkent a foglalkoztatottak száma éves alapon. Az építőiparban nőtt, a feldolgozóiparban nem változott érdemben a foglalkoztatás (3-18. ábra).

**Az ESI – konjunktúrahangulatot monitorozó – vállalati felmérése alapján 2023 februárjában a vállalatok foglalkoztatásra vonatkozó várakozásai eltérő ágazati mintákat követtek.** Az építőiparban és a kereskedelemben létszámcsökkentést tervez a vállalatok többsége a következő három hónapra. Az építőiparban a negatív egyenleg ellenére a februári adatok alapján a hangulat javulása látszik. Az egyéb szolgáltató ágazatokban és a feldolgozóiparban egyelőre a létszám növekedésére számít a vállalatok többsége, ugyanakkor a feldolgozóiparban az előző két hónaphoz képest kevésbé bizakodó a hangulat, romlottak a várakozások (3-19. ábra).

**A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók vegyes képet mutatnak (3-20. ábra).** A regisztrált munkanélküliek száma februárban 245 ezer fő volt. A szezonálisan igazított adatok alapján nem rajzolódik ki érdemi változás a 2022 tavasza óta megfigyelt értékekhez képest, és az adatok továbbra is alacsonyak európai összehasonlításban. A munkanélküli segélyre vonatkozó Google Trends indikátor 2022 tavasza óta romló tendenciát mutat, és magasabb a Covid-válság előtti értékeknél. Az ESI lakossági felmérése alapján a lakosság munkanélküliségtől való félelme 2022 elejétől jelentősen nőtt, megközelítve a járvány idején mért legmagasabb értéket, majd az év végi és év eleji adatok az aggodalmak mérséklődéséről tanúskodnak.

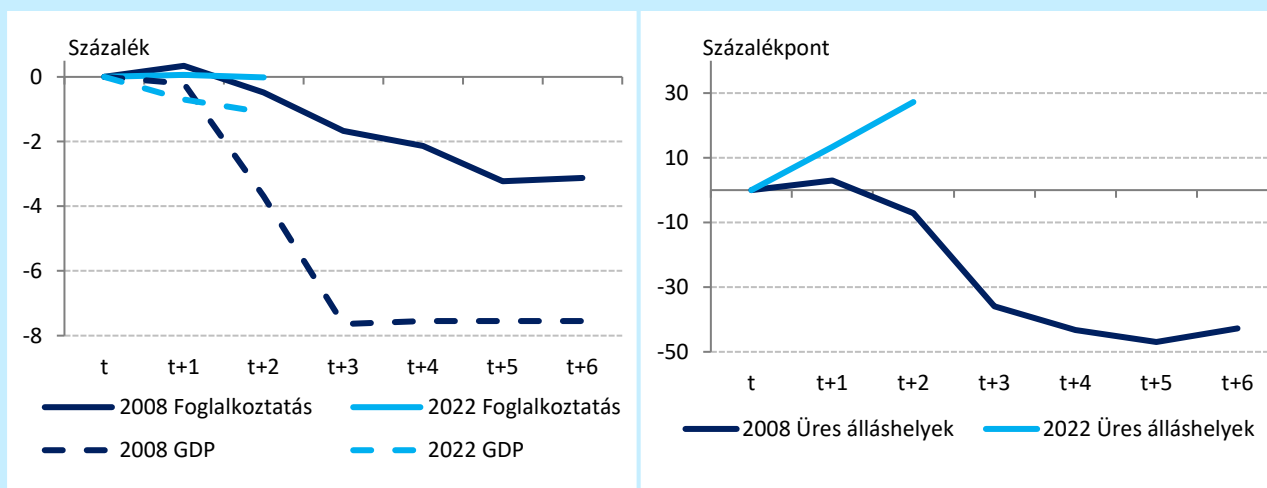
### 3-1. keretes írás: Mi az oka a munkapiac stabil helyzetének?

**A munkapiac egyelőre ellenállóan bizonyult a gazdasági teljesítmény növekedésének a lassulására.** Ennek a folyamatnak a vizsgálata kiemelt jelentőségű a jövőbeli munkapiaci trendek előrejelzése során. Annak érdekében, hogy megvizsgáljuk a reálgazdasági és a munkapiaci ciklus szétválásának (decoupling) tartósságát, egyrészt áttekintjük a 2008/2009-es válság munkapiaci alkalmazkodásának sebességét, időigényét, másrészt megvizsgáljuk az elmúlt időszak ágazati beruházásainak munkakeresletre gyakorolt hatását. Harmadrészt bemutatjuk a demográfiai korlátok egyre effektívebbé válását.

**A 2008-as válság során a GDP szintjének csökkenését a munkaerőpiac egy negyedév késéssel követte.** A foglalkoztatás szintje ekkor 4 negyedéven keresztül csökkent (összesen 3,6 százalékkal). A gazdasági aktivitás 2022 harmadik negyedévében elindult csökkenése két negyedév elteltével sem látszódik a foglalkoztatás szintjén. A munkapiac gazdasági ciklust követő (lagging) tulajdonsága önmagában nem magyarázza a kedvező foglalkoztatási adatokat, hanem ahhoz további tényezők is hozzájárulnak.

**A kiírt, nem támogatott üres álláshelyek száma tovább bővül, ami erőteljesen eltér a pénzügyi válság során tapasztaltaktól.** 2008-ban a válság kitörését követő második negyedévben a kiírt álláshelyek száma is csökkenésnek indult, és a válság előtti érték közel felére zuhant. Ezzel szemben 2022 második felében a gazdasági teljesítmény visszaesést egyelőre nem követte a kiírt álláshelyek csökkenése, ugyanis számuk 27,2 százalékkal emelkedett az energiakrízis előtti negyedévhez képest (3-21. ábra).

**3-21. ábra: A GDP és a foglalkoztatottak számának változása (bal panel) és az újonnan kiírt üres álláshelyek számának alakulása (jobb panel) a 2008-as és a 2022-es gazdasági visszaesés folyamán**



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok, t a válság előtti utolsó negyedévet jelöli, ami 2008 második negyedéve és 2022 második negyedéve

Forrás: KSH, NFSZ MNB

**A foglalkoztatás magas szintjéhez hozzájárult, hogy a hazai ipari alágak nagyobb részét extenzív növekedés jellemezte, míg kisebb részében volt tőke-munka helyettesítés, és csak a járműipar mutatott intenzív jellegű növekedést 2019 óta.** Az alágazatok jelentős részében, valamint az építőiparban úgy emelkedett a kibocsátás, hogy egyszerre nőtt a foglalkoztatás és a beruházások mértéke 2019 óta. A feldolgozóipart továbbra is erős munkaerőkereslet jellemzi, amit jól mutat, hogy az üres álláshelyek száma 2022 utolsó negyedévében 12,5 százalékkal magasabb volt, mint 2019 utolsó negyedévében. Részben a szűkös munkaerő következtében az alágazatok egy részében a munka és a tőke helyettesítése volt megfigyelhető. Ezekben az alágazatokban a COVID-válságot megelőző időszakhoz képest csökkent a foglalkoztatottak száma, azonban a kieső munkaerőt a beruházások felfuttatásával ellensúlyozták. A Magyarországon kiemelt fontosságú járműipar az egyetlen alágazat, ahol a kibocsátás intenzív módon tudott bővülni, azaz egyidejűleg mérséklődött a foglalkoztatás és a beruházások szintje (3-1. táblázat).

3-1. táblázat: A termelés, foglalkoztatás, beruházás alakulása az építőiparban és a feldolgozóipar egyes alágazataiban

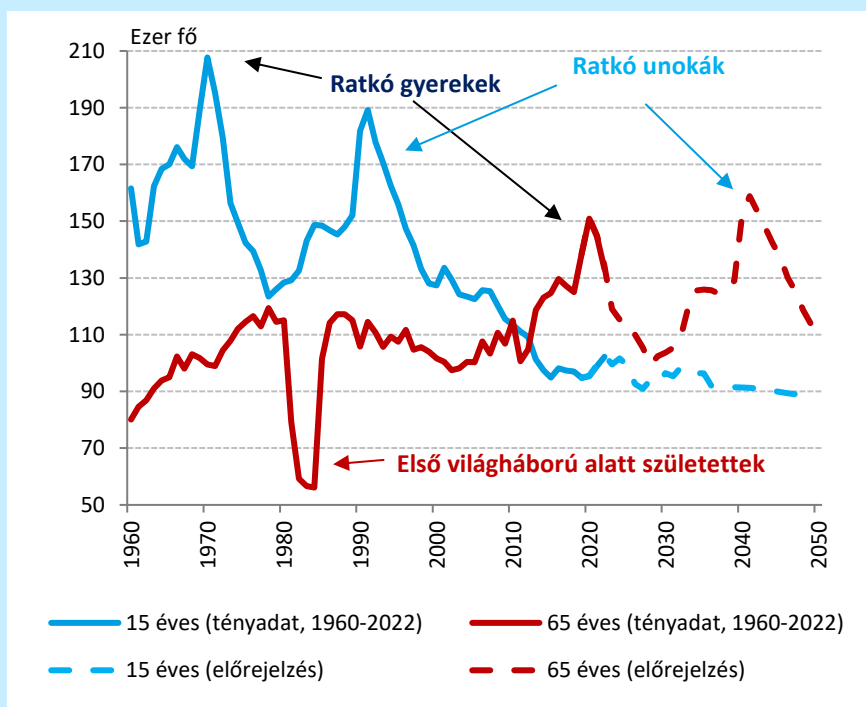
		Termelés 2022Q4/2019Q4 (százalék)	Foglalkoztatás 2022Q4/2019Q4 (százalék)	Beruházás 2019Q4-2022Q4 átlagos változása (százalék)
Extenzív növekedési mintázat	Villamos berendezés	134,4	8,1	67,0
	Építőipar	7,5	8,7	13,5
	Gépgyártás	36,9	5,2	6,8
	Egyéb feldolgozóipar	0,7	6,4	6,1
	Gyógyszergyártás	3,6	8,7	4,3
Tőke- munka helyette- sítés	Élelmiszeripar	10,0	-0,2	10,0
	Fémalapanyag és fémtermék	-9,6	-0,4	11,7
	Textília, bőrtermék	-9,2	-16,6	20,2
Intenzív növ.	Járműipar	10,3	-2,5	-9,2

Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok, foglalkoztatás esetén Intézményi Munkaügyi Statisztikák.

Forrás: KSH, MNB-számítás

**A vállalatok munkaerőkeresletét magas szinten tartotta a várakozás, hogy a demográfiai korlátok egyre effektívebbé válnak.** A 15-74 éves korosztály foglalkoztatása 2010 óta jelentősen emelkedett, több mint 850 ezer fővel nőtt a foglalkoztatottak száma. Ennek hatására az aktivitási ráta 9,8 százalékponttal emelkedett, és 2022-ben 66,5 százalékponton állt. A munkaképes korú 15-64 éves népesség azonban a 2020-as évek elején számottevő mértékben csökkent a Ratkó-gyerekek nyugdíjba vonulása miatt (3-22. ábra). Az aktív korú népesség számának mérséklődése így egyre inkább gátat szab az aktivitás növekedésének, valamint a munkaerőpiaci feszesség további emelkedését vetíti elő.

3-22. ábra: A 15 és 65 évesek számának alakulása



Forrás: KSH, Eurostat, MNB

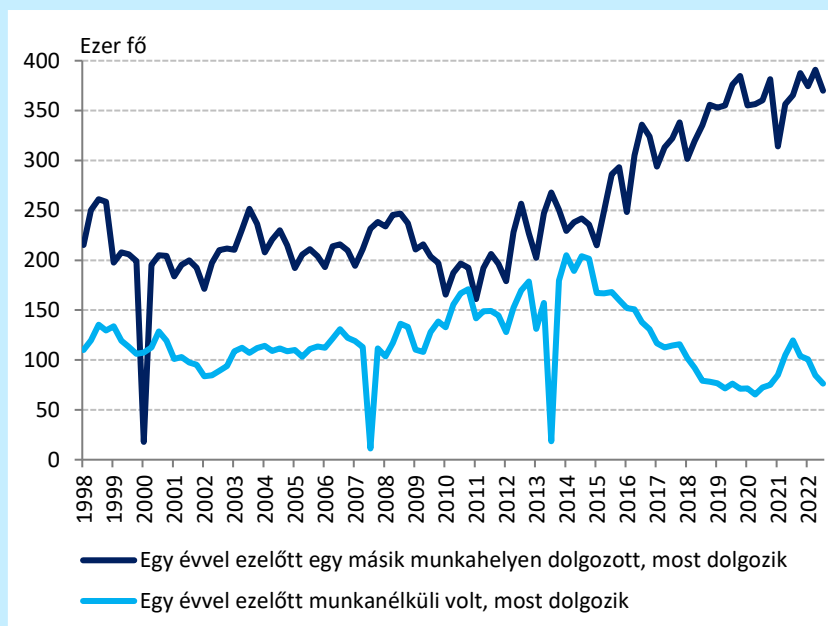
### 3-2. keretes írás: Az ár-bér spirál kialakulásának kockázata Magyarországon

Magyarországon jelenleg együttesen van jelen magas bér- és árdinamika, azonban ár-bér spirálról egyelőre nem beszélhetünk. Februárban 25,4 százalékkal emelkedtek a fogyasztói árak, míg decemberben 18,3 százalékkal nőttek a bruttó bérek a versenyszférában éves alapon. Az ár-bér spirál definíciója azt feltételezi, hogy annak kialakulásánál a bér- és árdinamika egymást erősítve gyorsuljon, azaz, hogy a bérek emelkedése olyan mértékben növeli a vállalatok költségét és/vagy a belső keresletet, hogy ebből addicionális infláció következik. A növekvő infláció hatására ismét emelkednek a bérkövetelések is, hiszen a munkavállalók célja a reálbérszint megtartása, növelése. Ez újabb áremelésre kényszeríti a vállalatokat, hogy kompenzálják emelkedő költségeiket, és ezzel egy önmagát erősítő folyamat indul el. Hazánkban ugyanakkor nem figyelhető meg ez a folyamat, a magas bér- és árdinamika hátterében számos egyéb tényező áll.

**A magyar nominálbérek emelkedését elsősorban a munkaerőpiaci feszeség és a minimálbér-emelés magyarázza.** A munkaerőpiaci kereslet továbbra is erős, megközelítve a koronavírus-járvány előtti szintet. Feszés munkaerőpiacon nagyobb a munkavállalók alkuereje, a vállalatok a munkavállalók megtartása érdekében jobban hajlandók eleget tenni a bérköveteléseknek.

**A magasabb bérstatisztikához hozzájárul a termelékenyebb pozíciókba történt munkahelyváltás.** A munkahelyváltók száma az elmúlt években emelkedett (3-23. ábra), a termelékenyebb cégeknél való elhelyezkedés javítja az allokációs hatékonyságot és emelheti a bérstatisztikát.

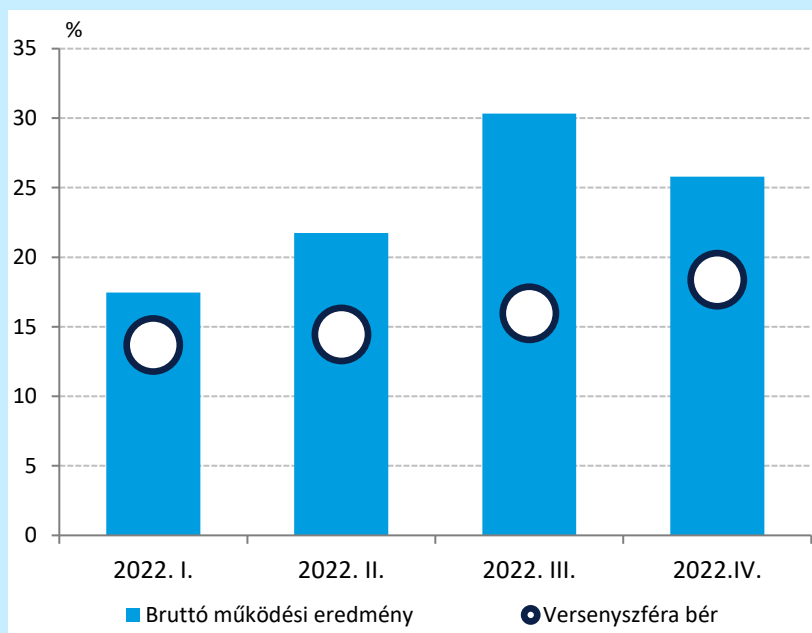
3-23. ábra: A munkahelyváltók számának alakulása



Forrás: KSH, MNB - számítás

**Az ár-bér spirál kialakulásának esélyét csökkenti, hogy a magas bérdinamika ellenére a vállalati profitok jelentősen emelkedtek** (3-24. ábra). 2022 negyedik negyedévében Magyarországon nőttek a profitok a harmadik legnagyobb mértékben az EU-ban. A profitok emelkedése arra utal, hogy az árdinamika gyorsulása nem csupán az emelkedő költségekből fakad. Az ágazatok széles körében megfigyelhető volt a magas profitnövekedés. A bérek emelkedése tehát nem rontotta a vállalati profitabilitást, és nincs áremelési kényszer a vállalatok részéről a magasabb bérek miatt. Ezt az általunk készített vállalati interjúk is megerősítették.

3-24. ábra: A működési eredmény és a bérek éves emelkedése



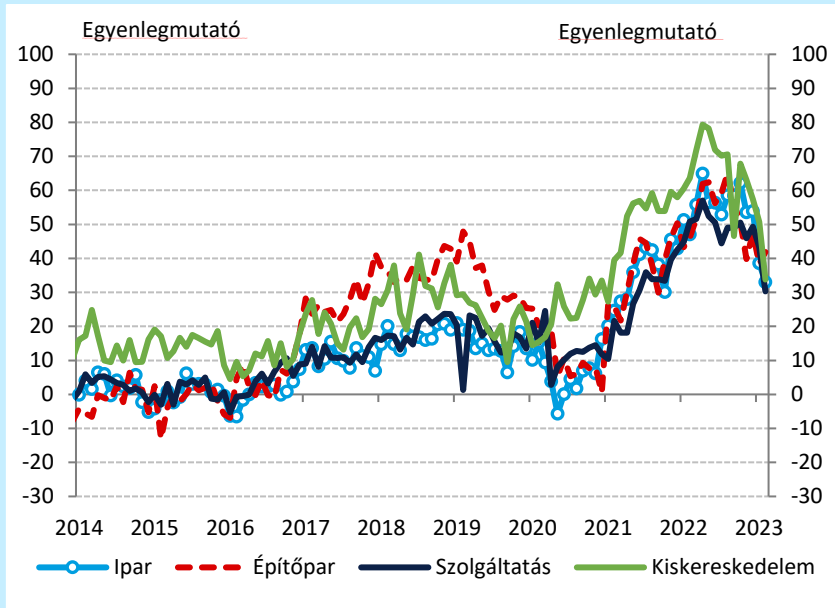
Megjegyzés: Éves változás, nyers nominális adatok alapján

Forrás: KSH

**A reálbér-csökkenés, a kiskereskedelem és a fogyasztás lassulása keresleti oldalról enyhíti az inflációs nyomást.** Az infláció 2022 szeptembere óta meghaladja a nominális éves bérnövekedést, tehát a reálbérek már Magyarországon is csökkennek éves alapon. Ez a vásárlóerő csökkenését jelenti, így a lakossági fogyasztás mérséklődése várható. A lakossági fogyasztás éves változása 2022 során lassult és 2023 átlagában csökkenhet a volumen. 2023 januárjában a kiskereskedelmi értékesítések volumene az üzemanyag-kereskedelem nélkül számítva 3,4 százalékkal csökkent az előző évhez képest. Az élelmiszer- és élelmiszer jellegű vegyes üzletekben 4,8 százalékkal csökkent a forgalom.

**Az előretekintő inflációs várakozások az áremelkedés mérséklődését jelzik** (3-25. ábra). A várakozási csatorna szempontjából kiemelt jelentőségű a vállalati inflációs várakozások (kiskereskedelem, szolgáltatások) alakulása, annak előretekintő jellege miatt. Az elmúlt időszakban a vállalatok által észlelt áremelkedés már lassult, ami azt jelzi, hogy elhagytuk az inflációs fordulópontot. A lakossági várakozások jellemzően visszatekintőek, azaz az inflációs trendfordulót követően a lakossági várakozások is várhatóan csökkenni fognak. A lakosság esetében is nagyobb a jelenleg észlelt infláció, mint a jövőben várt infláció. Ennek megfelelően a bérindexek és a lakossági inflációs várakozások közötti korreláció negatívvá vált, vagyis úgy gyorsult a bérindex az év végén, hogy a várt infláció már csökkent. Ez szintén mérsékli az ár-bér spirál kialakulásának valószínűségét.

3-25. ábra: Értékesítési árak várható változása a következő 3 hónapban



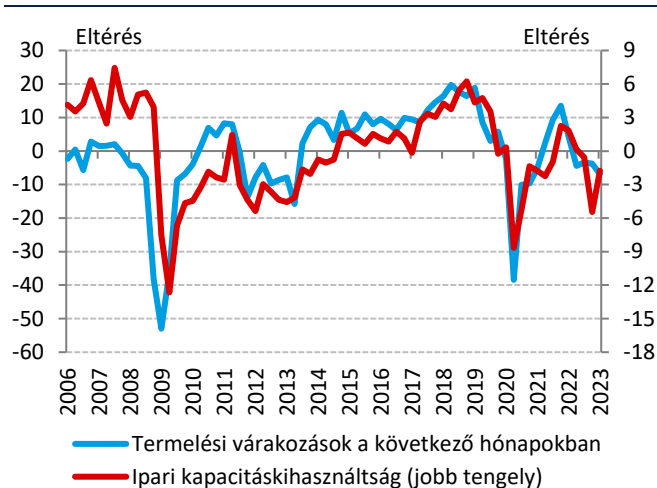
Forrás: Európai Bizottság



### 3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

A hazai gazdaság teljesítménye éves bázison enyhe bővülést mutatott 2022 negyedik negyedévében, az előző negyedévhez képest azonban csökkent. A gazdaság 2022 évi ciklikus pozícióját kettősség jellemezte: az év első felében pozitív volt a kibocsátási rés az élénk kereslet és az ellátási láncokban meglévő súrlódások hatására. Emiatt a reálgazdaság ciklikus pozíciója inflatorikus hatású volt. Az év második felében a lassuló kereslettel és a kínálati korlátok miatt a gazdaság ciklikus pozíciója dezinflációs hatásúvá vált.

3-26. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban



Megjegyzés: Historikus átlagtól vett eltérés.

Forrás: ESI alapján MNB

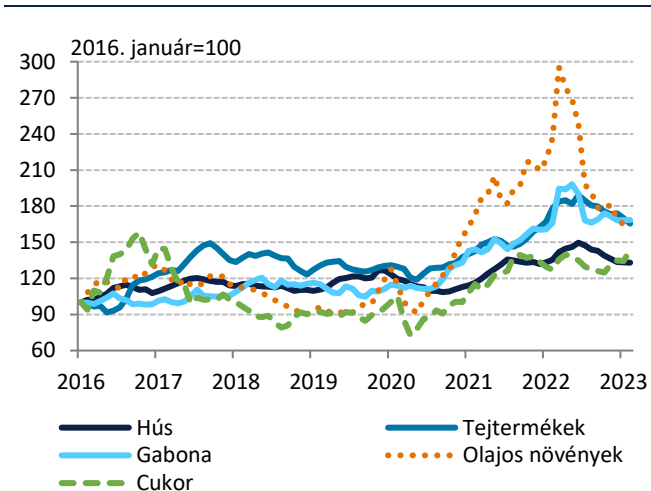
Becslésünk szerint a gazdaság ciklikus pozíciója pozitív volt 2022 első felében, azonban az év második felében a lassuló gazdasági teljesítménnyel párhuzamosan a gazdaság ciklikus pozíciója romlott, és év végére negatívvá vált. 2022 első felében a gazdasági növekedéshez legnagyobb mértékben a fogyasztás járult hozzá, amit az év eleji jelentős kormányzati transzferek is támogattak. A gazdaság ciklikus pozíciója az év első felében pozitív volt, az élénk kereslet és az ellátási láncokban meglévő súrlódások hatására. Ezek a hatások inflatorikus hatású ciklikus pozíciót eredményeztek. A harmadik és negyedik negyedévi lassuló gazdasági teljesítménnyel párhuzamosan azonban a gazdaság ciklikus pozíciója elkezdett záródni. Előretekintve mind a kereslet lassulása, mind a kínálati korlátok várt oldódása a reálgazdaság felől dezinflációs hatásokat eredményez.

A kérdőíves felmérések alapján a feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága javult az elmúlt hónapokban, de még a historikus átlag alatt alakult (3-26. ábra). A következő hónapokra vonatkozó termelési várakozások tovább romlottak és tartósan a historikus átlag alatti szinten alakultak.

### 3.5. Költségek és infláció

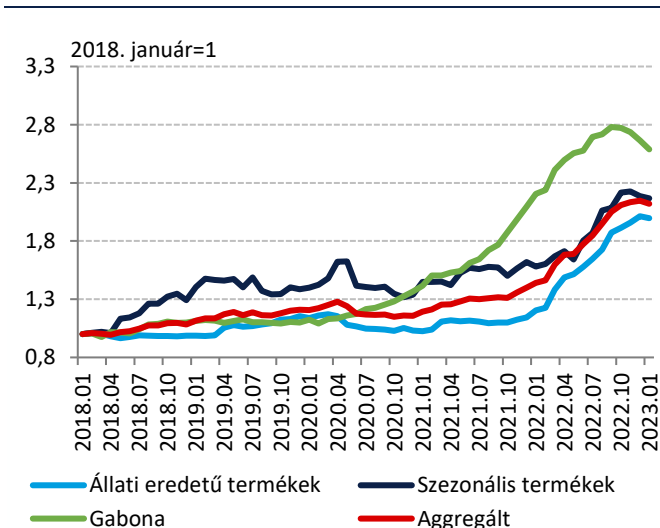
A fogyasztói árak éves növekedési üteme februárban 25,4 százalékon alakult. Az infláció elmúlt hónapokban megfigyelt számottevő növekedésének hátterében a maginflációs tételek, az üzemanyagok és a szabályozott tételek árindexének emelkedése állt. Külső hatásként a számos csatornán keresztül begyűrűző magas energiaárak, valamint a geopolitikai feszültségek továbbra is nyomást gyakorolnak a fogyasztói árakra. Emellett belső tényezőként hat az árindex alakulására, hogy a vállalatok átárazási dinamikája és profitemelkedése erős maradt, azaz a magas infláció nem csak a költségek növekedését tükrözi. Az adószűrt maginfláció februárban 25,1 százalékra mérséklődött. A feldolgozott élelmiszerek inflációja továbbra is 50 százalék fölötti, míg a piaci szolgáltatások inflációja 16 százalék fölé emelkedett. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink az elmúlt hónapokban növekedtek.

3-27. ábra: A világi piaci élelmiszerárak alakulása



Forrás: FAO

3-28. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján

Forrás: KSH

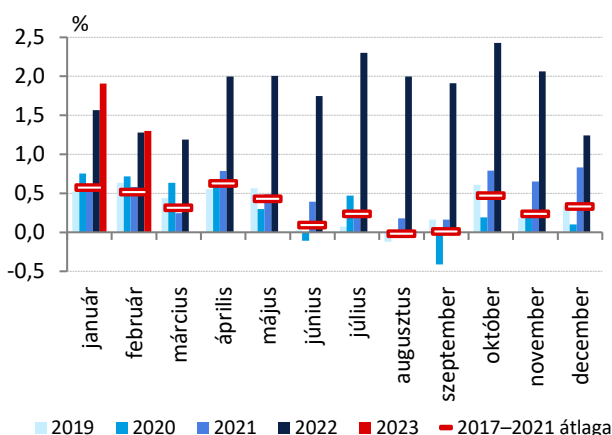
#### 3.5.1. Termelői árak

A világi piaci élelmiszerárak alakulásában a korábban tapasztalt jelentős emelkedés megállt, és az utóbbi hónapokban az élelmiszeripari alapanyagok árának csökkenését figyelhettük meg. A téli hónapokban a hús, a tejtermékek és az olajos növények árszintje fokozatos mérséklődést mutatott, februárban pedig már a gabonák árszintje is csökkent. A tejtermékek árcsökkenésének hátterében a visszafogott nemzetközi kereslet állt, míg a cukor esetében az emelkedést az exportkilátások romlása és az erős nemzetközi kereslet magyarázta (3-27. ábra).

A hazai mezőgazdasági termelői árak az előző negyedévhez képest tovább emelkedtek, így 2022 negyedik negyedévében éves összehasonlításban 57 százalékos növekedést mutattak. A legnagyobb emelkedés az állati eredetű termékek áraiban figyelhető meg, melyek 2022 negyedik negyedévében az előző év azonos időszakához képest 75 százalékkal emelkedtek. A szezonális termékek és a gabonafélék árai szintén jelentősen nőttek 2022 harmadik negyedévéhez képest, előbbi közül a legnagyobb emelkedést a burgonya ára mutatta. Januárban a mezőgazdasági termelői árak szintje már enyhén mérséklődött decemberhez viszonyítva, azonban az előző év azonos hónapjához képest összességében 47 százalékkal növekedett, melyből legjelentősebben, 66 százalékkal az állati eredetű termékek drágultak (3-28. ábra).

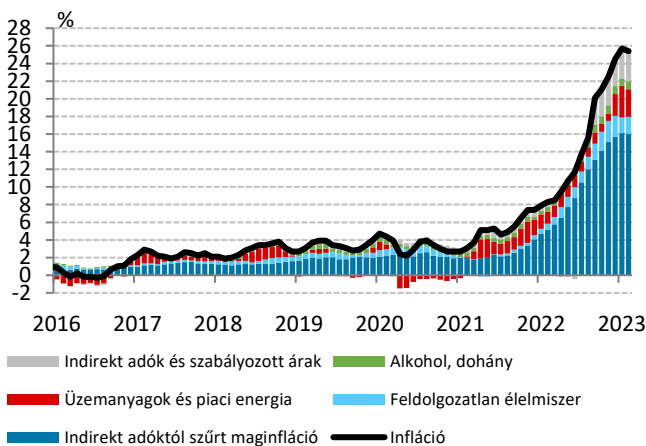
A fogyasztási cikkek esetében a hazai termelői árak a historikusan megfigyelt mértéket többszörösen meghaladóan emelkedtek, 2023 januárig az előző év azonos időszakához képest 30 százalék fölött alakul az árdinamika. A téli hónapokban a teljes ipar belföldi értékesítési árai – bár némileg elmaradnak az októberi csúcstól – továbbra is 60 százalék fölött alakulnak, melyhez főként az energiatermelő ágazatokban tapasztalt áremelkedés járult hozzá. Az energiatermelő ágazatok januári 152 százalékos éves áremelkedése összhangban van az európai energiaárak emelkedésével.

3-29. ábra: A fogyasztói árak havi árváltozásának alakulása üzemanyagok és szabályozott árak nélkül



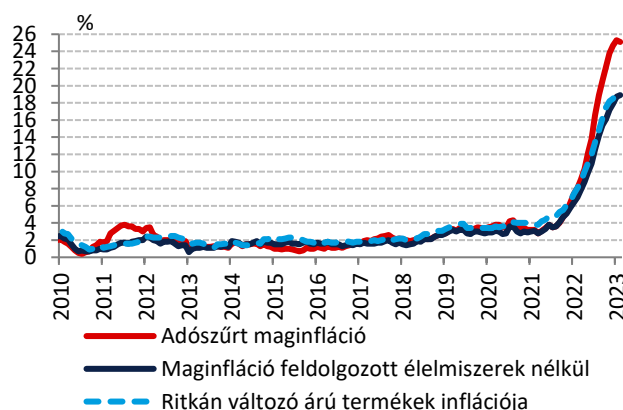
Megjegyzés: Adószűrt, szezonálisan nem igazított havi változás  
 Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3-30. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: MNB-számítás

3-31. ábra: Az inflációs alapmutatók



Megjegyzés: A feldolgozott élelmiszerek nélküli maginfláció változatlan tartalom mellett a korábbi keresletérzékeny inflációnak felel meg. Az új elnevezést az indokolja, hogy általánosan ható jelentős költségsokkok időszakában a korábbi elnevezés félreértendő lehet. Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

### 3.5.2. Fogyasztói árak

**2023 februárjában csökkenésnek indult a hazai infláció. A fogyasztói árak éves növekedési üteme februárban 25,4 százalékon alakult.** Külső hatásként a számos csatornán keresztül begyűrűző magas energiaárak, valamint a geopolitikai feszültségek továbbra is nyomást gyakorolnak a fogyasztói árakra. Emellett belső tényezőként hat az árindex alakulására, hogy a vállalatok az energia- és nyersanyagárak növekedésénél nagyobb mértékben árazták át termékeiket és szolgáltatásaikat. Így az árak növekedését eredményezte a vállalati profitok jelentős emelkedése is. Az üzemanyagok és szabályozott árak nélkül számított kosár havi árváltozása 1,3 százalékon alakult (3-29. ábra). A piaci folyamatokat jobban tükröző, a feldolgozott élelmiszerek nélkül számított maginfláció havi értéke 1,2 százalék volt. Az árindex januárhoz viszonyított lassulásához legnagyobb mértékben az üzemanyagok (-0,5 százalékpont) és a feldolgozott élelmiszerek (-0,2 százalékpont) járultak hozzá.

**Az adószűrt maginfláció februárban 25,1 százalékra mérséklődött.** A maginfláció növekedéséhez januárban a piaci szolgáltatások áralakulása járult hozzá, februári mérséklődését a feldolgozott élelmiszerek támogatták. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink az elmúlt időszakban összességében enyhén emelkedtek (3-31. ábra).

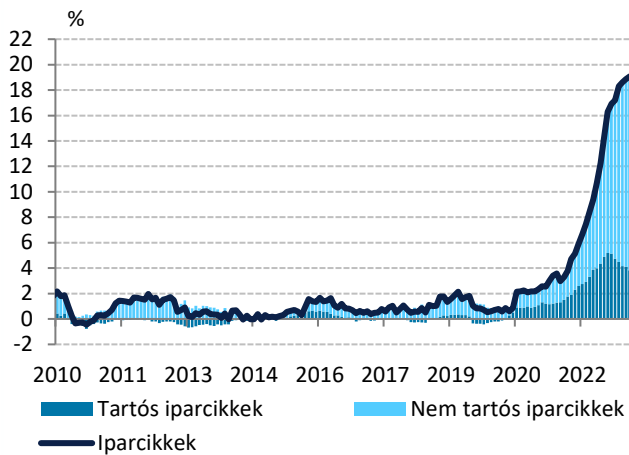
**Az iparcikkek inflációja az elmúlt hónapokban 19 százalék körül alakult.** Az iparcikkek éves áremelkedése számottevően magasabb a korábbi évek átlagánál. A termékkörön belül a tartós iparcikkek inflációja februárban 12,6 százalékon, a nem tartós iparcikkek inflációja pedig a 22,7 százalékon alakult (3-32. ábra és 3-33. ábra).

**A piaci szolgáltatások inflációja tovább gyorsult és februárban 16,8 százalékra emelkedett.** A szolgáltatások körében januárban kiugró, 2,2 százalékos havi átárazás valósult meg, míg februárban 1,1 százalékvolt a havi alapú dinamika. A havi átárazáshoz az egészségügyi és a telekommunikációs szolgáltatások járultak hozzá legnagyobb mértékben, illetve a korábbi időszakhoz hasonlóan az élelmiszerekhez kapcsolódó szolgáltatások (éttermi és étkezési szolgáltatások) árai is tovább gyorsultak (3-34. ábra).

**Az alkohol- és a dohánytermékek ára az elmúlt hónapokban kétszámjegyű növekedést mutatott, februárban a termékkör inflációja 18,8 százalékon alakult.** A dohánytermékek januári jövedékiadó-emelése februárra közel teljes mértékben begyűrűzött a fogyasztói árakba.

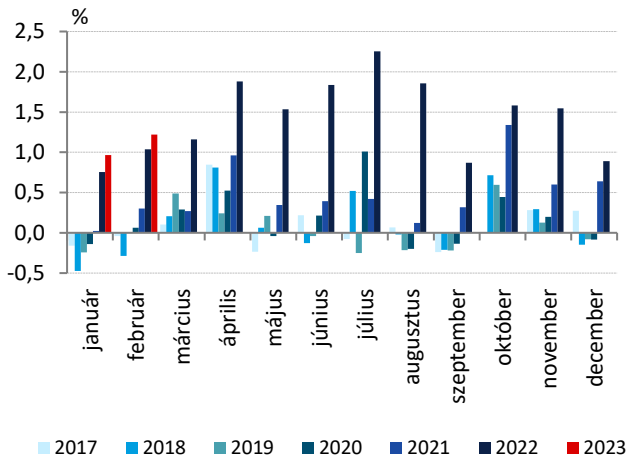
**A februári adat alapján második hónapja mérséklődik az élelmiszerek inflációja. A KSH adatközlése szerint az**

3-32. ábra: Az iparcikkek árváltozása



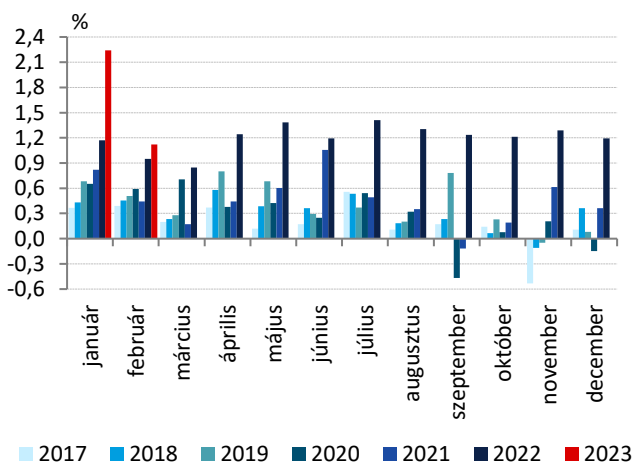
Megjegyzés: Éves változás, indirekt adók hatásától szűrt adatok.  
 Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-33. ábra: Az iparcikkek havi árváltozásának alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, adószűrt, havi változás  
 Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3-34. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, adószűrt, egyhavi változás.  
 Forrás: KSH, MNB

**élelmiszerek inflációja 43,3 százalékos volt idén februárban.** A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja 38 százalékon, a feldolgozott élelmiszerek inflációja pedig 50,9 százalékon alakult, így februárban mindkét termékkör árindexe enyhén mérséklődött. Az utóbbi hónapban az élelmiszerinfláció lassulását elsősorban a kenyér és pékáru, a felvágottak, valamint a sajt és a margarin magyarázta. A hazai élelmiszerár-emelkedés annak ellenére magas nemzetközi összevetésben, hogy kormányzati intézkedések rögzítették bizonyos alapvető élelmiszerek (a kristálycukor, a búzafinomliszt, a napraforgó étolaj, a sertéscomb, a 2,8%-os UHT tej, a csirkemell és a csirke far-hát, a friss tojás és az étkezési burgonya) árát.

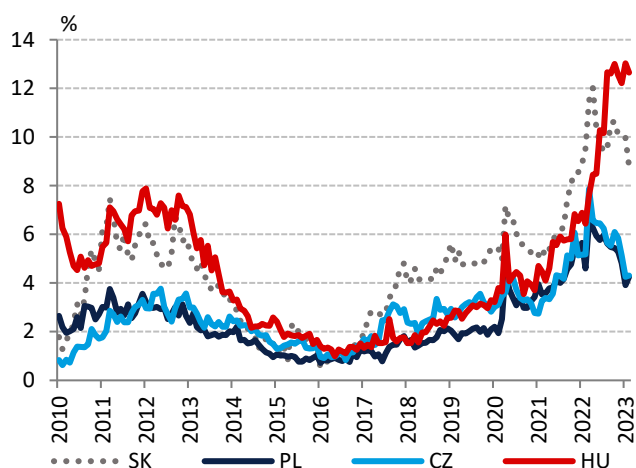
**Az üzemanyagok fogyasztói árait az elmúlt időszakban a kormányzati intézkedés alakította.** Az üzemanyag árstop 2022. december 7-i kivezetése következtében a termékkör inflációja januárban 35,9, februárban 30,3 százalékon alakult.

**Az elmúlt hónapok adatait tekintve az infláció megfelelt a decemberi Inflációs jelentés előrejelzési sávjának.**

3.5.3. Inflációs várakozások

**Hazánkban a lakosság inflációs várakozásai lényegében változatlanok.** A régiós országokban az év végéhez képest összességében az inflációs várakozások enyhe mérséklődése volt tapasztalható. Februárban a régióban hazánkban enyhén emelkedtek, míg Szlovákiában, Csehországban és Lengyelországban csökkentek a lakosság inflációs várakozásai decemberhez képest (3-35. ábra).

3-35. ábra: Inflációs várakozások a régióban



Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

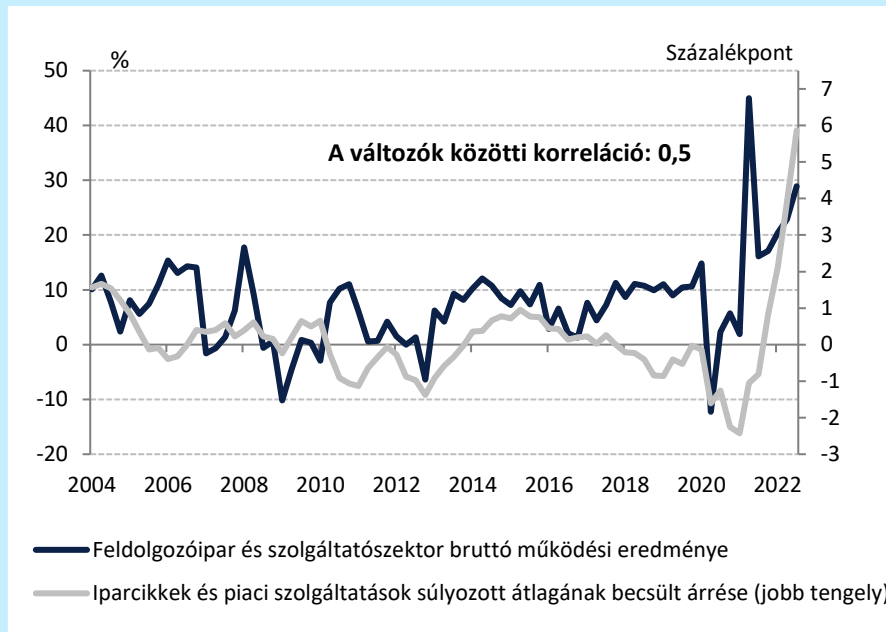
### 3-3. keretes írás: Emelkedő profitok emelkedő infláció mellett

Elemzésünkben megvizsgáltuk, hogy a hazai inflációs folyamatokhoz milyen tényezők járultak hozzá, és mennyire igazolható a profit hajtotta infláció jelensége. Ezen számításokat az MNB ökonometriai makrogazdasági modelljének segítségével, a Polaris<sup>2</sup> modellel végeztük el.

**Az inflációt befolyásoló hatásokat belső, illetve külső tényezőkre bontottuk:** a belső tényezők közé tartoznak azok a hatások, amelyek alapvetően a hazai makrogazdasági folyamatok felől érkezők, a külső tényezők pedig a magyar gazdaságot nemzetközi folyamatok által befolyásolt tényezőket jelentik. Az inflációnak a modellünkben szereplő (külső és belső) költségtételek által nem befolyásolt része értelmezésünk szerint jelentős részben a termékekhez kötődő vállalati árrés, ami részben a profitok emelkedését is mutatja. Erre utal az is, hogy ezen egyéb tényezők értéke az élelmiszeráraktól szűrt maginfláció esetén szorosan együtt mozog az ezen ágazatokhoz köthető (feldolgozóipar és szolgáltatás-szektor) bruttó működési eredménnyel (3-36. ábra).

<sup>2</sup> Soós Gábor Dániel – Kelemen József – Horváth Milán (2020): Polaris, új eszköz a jegybanki előrejelzésekhez. MNB füzetek: Working Papers 2020/1, <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/elemezesek-tanulmanyok-statisztikak/mnb-fuzetek/wp-2020-1-soos-gabor-daniel-kelemen-iozsef-horvath-milan-polaris-uj-eszkoz-a-jegybanki-elorejelzesekhez>

3-36. ábra: A feldolgozóipar és a piaci szolgáltatószektor bruttó működési eredménye és az iparcikkek és piaci szolgáltatások súlyozott átlagának becslált árrése

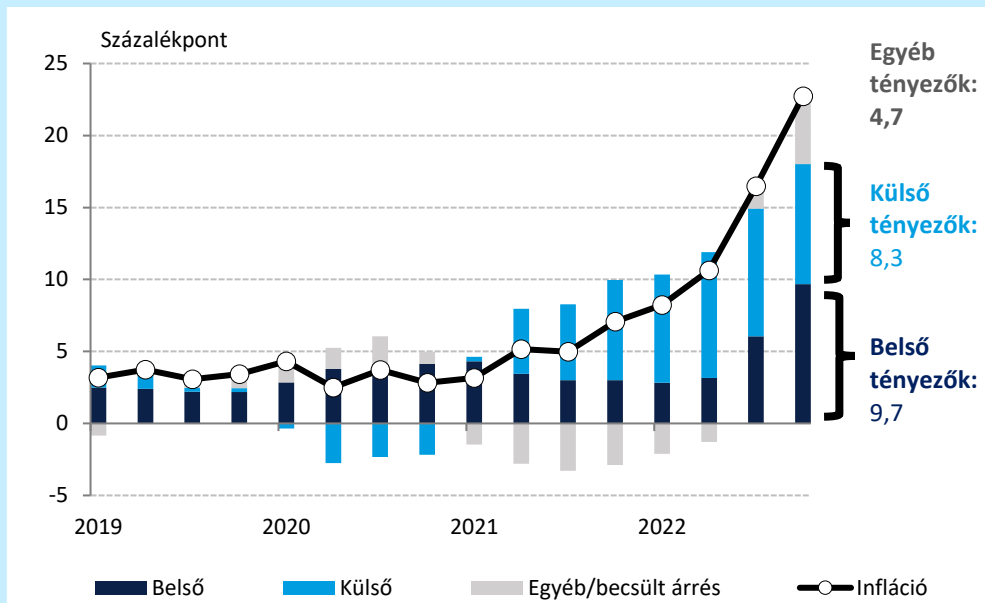


Megjegyzés: A korrelációt 2011-2022 időszakra számoltuk.

Forrás: KSH, MNB-számítás

**2022 második felében megnőtt az infláció költségtényezőkkel nem magyarázható része, ami magasabb profiteredményekre utal.** A korábbi időszakban a külső és belső költségtényezők jól meg tudták magyarázni az infláció alakulását, de 2022. harmadik és negyedik negyedében nőtt az infláció költségek által meg nem magyarázott része. Ez a meg nem magyarázott rész több tényezőbből, így például a rendkívüli környezetben fellépő nemlinearitásokból is fakadhat, de arra is utal, hogy az infláció emelkedése a profitok emelkedésével járt együtt.

3-37. ábra: Az infláció felbontása



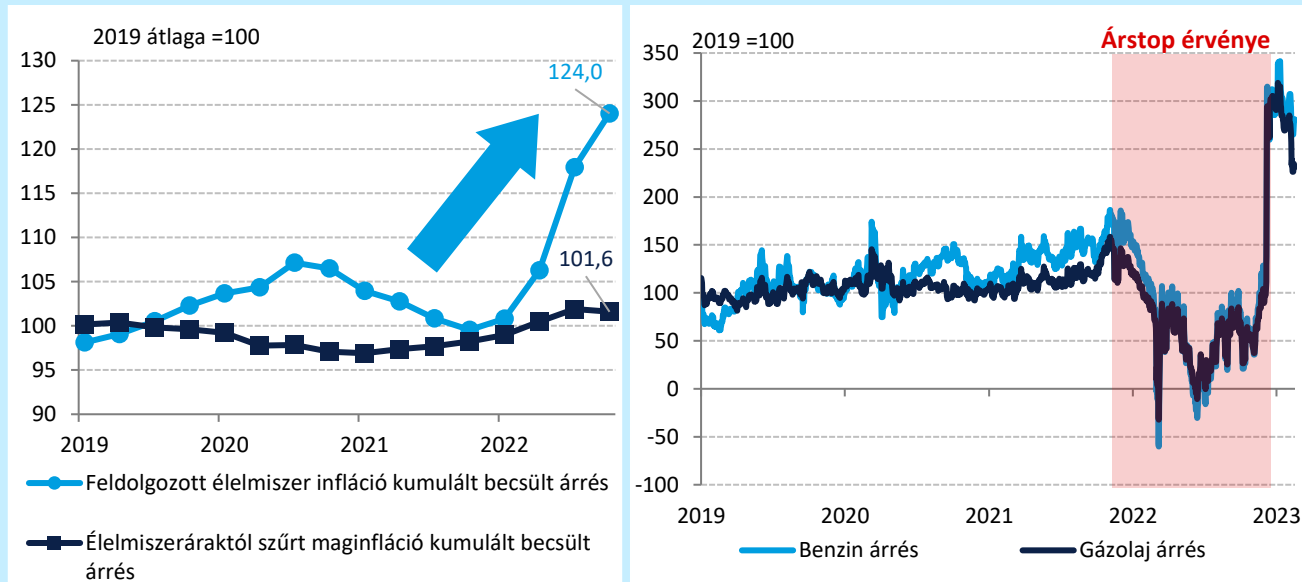
Megjegyzés: Belső tényezők: termelékenység, bérköltség, inflációs várakozás, árfolyam, szabályozott árak, indirekt adók hatása, Külső tényezők: Importált infláció, olajár, TTF-gázár, mezőgazdasági árak.

Forrás: KSH, MNB-számítás

**Míg a feldolgozott élelmiszerek és az üzemanyag esetén erős profithatás azonosítható, az élelmiszeráraktól szűrt maginfláció esetén a COVID-járvány idején elveszett profit bepótlása történt meg.** A feldolgozott élelmiszerárak esetén a

jelenlegi becsült profithatás jóval a COVID-járvány előtti szintje felett alakul (3-38. ábra, bal panel), így ott nem a kieső profitok visszapótlása valósult meg, hanem a korábbinál magasabb árrés. Szintén jelentősen emelkedett az üzemanyagok árrése az üzemanyagár-sapka elengedését követően (3-38. ábra, jobb panel). Ez utóbbi valószínűleg az üzemanyagár-sapka idején kieső profitok kompenzálásához kötődhet.

**3-38. ábra: Az egyes inflációs altételek becsült árréseinek kumulált változása 2019 átlagához képest (bal panel), a benzin és a gázolaj árában megfigyelhető árrés alakulása (jobb panel)**



Megjegyzés: Az üzemanyagok esetében az árrés minden olyan költséget tartalmaz, ami a nyers kőolaj finomításával, a finomított termékek szállításával, nagykereskedelmével és kiskereskedelmével kapcsolatban felmerül.

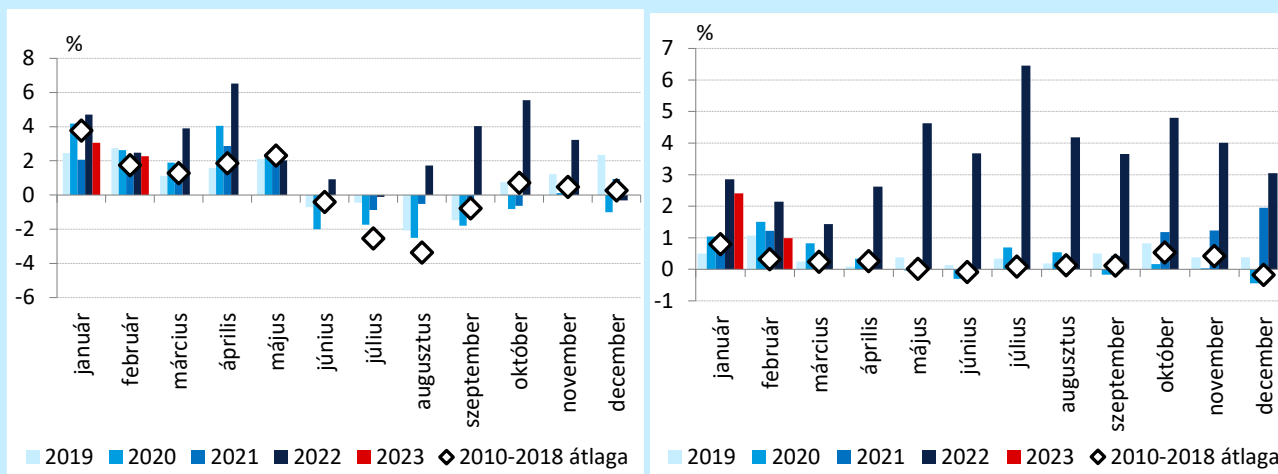
Forrás: MNB-számítás



**3-4. keretes írás: Élelmiszer tételek körében megfigyelhető lassuló árdinamikák**

**Második hónapja lassul az élelmiszerek árdinamikája, tetőzhetett az élelmiszerinfláció.** A KSH adatközlése szerint az élelmiszerek inflációja a decemberi 44,8 százalékról januárban 44,0 százalékra, februárban 43,3 százalékra mérséklődött. Az éves árdinamika lassulása a feldolgozott és feldolgozatlan élelmiszerek árában egyaránt jelentkezett. A feldolgozatlan élelmiszerek éves árindexe harmadik hónapja lassul, a feldolgozott élelmiszerek inflációja is mérséklődött januárban és februárban. A feldolgozatlan és a feldolgozott élelmiszerek havi alapú áremelkedése lassult februárban, a feldolgozott élelmiszerek februári havi átárázása (1 százalék) elmarad az utóbbi három év azonos hónapjának átlagától (3-39. ábra).

**3-39. ábra: Feldolgozatlan (bal panel) és a feldolgozott élelmiszerek (jobb panel) havi átárázása**

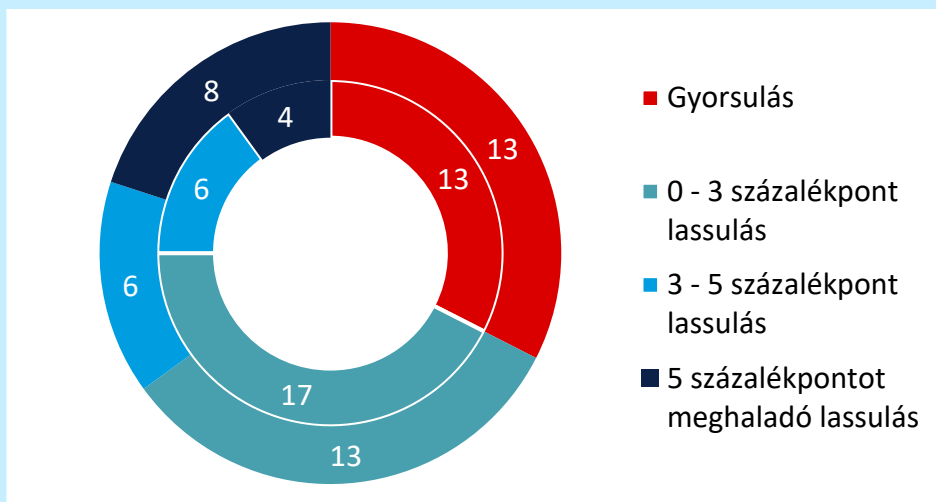


Megjegyzés: Adószűrt, szezonálisan nem igazított havi változás (százalék).

Forrás: KSH, MNB

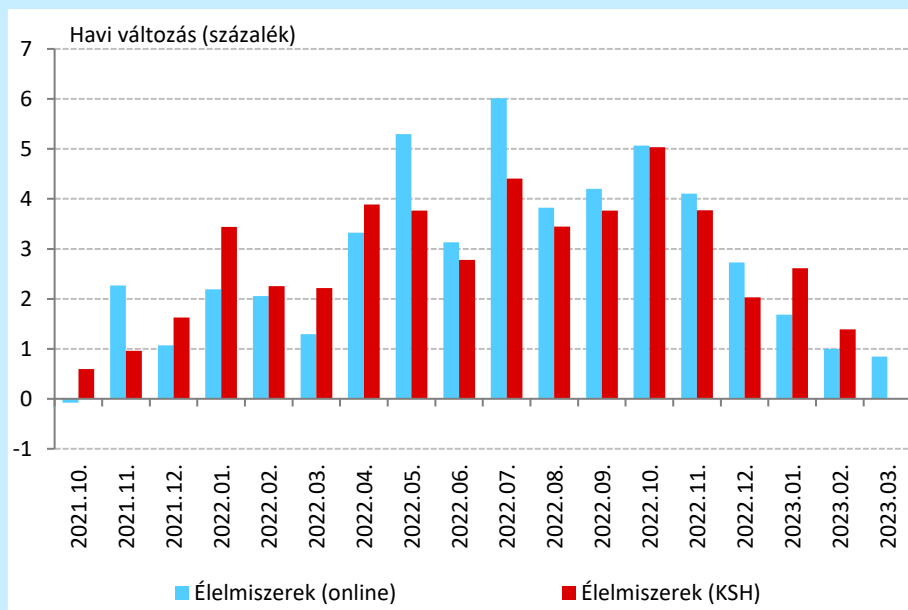
**A 40 élelmiszer tétel közül februárban 27 tétel drágulása lassult, ezek közül 14 tétel inflációja 3 százalékpontnál nagyobb mértékben mérséklődött januárhoz képest (3-40. ábra).** Online adatok segítségével rendszeresen monitorozzuk az élelmiszerek fogyasztói árának alakulását. Magas frekvenciájú adatgyűjtésünk alapján az áremelkedés lassulása márciusban tovább folytatódott (3-41. ábra).

**3-40. ábra: Az élelmiszer résztételek éves inflációjának változása, 2023. január (belül) és február (kívül)**



Forrás: KSH, MNB

3-41. ábra: Az online felmért élelmiszerár-index alakulása



Megjegyzés: A felmérés célja kizárólag az élelmiszerárak alakulásának magas frekvencián történő követése. A gyűjtés adatai március 17-ig állnak rendelkezésre.

Forrás: MNB gyűjtés

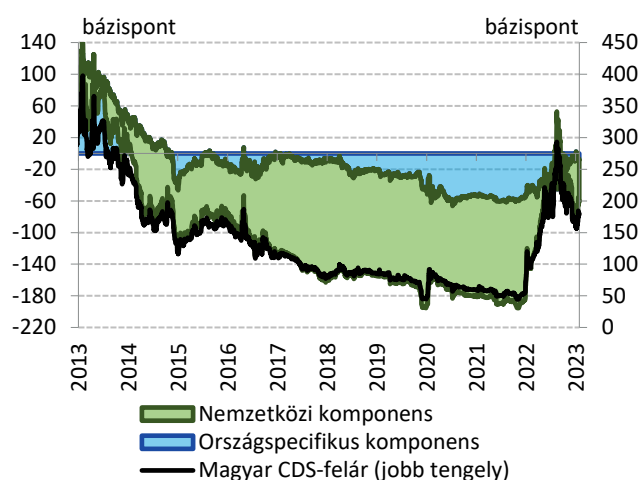
**Az élelmiszerinfláció lassulása támogatja a régióhoz viszonyított inflációs többletünk zsugorodását.** A régiós országokban az élelmiszerek árdinamikája a hazai adatoknál jelentősen alacsonyabban, 23–28 százalék között alakult februárban éves összehasonlításban. **Önmagában az élelmiszerek áremelkedése okozza a Csehországgal és Lengyelországgal szemben fennálló hazai többletinfláció körülbelül kétharmadát, a régiós átlaggal szemben pedig közel 50 százalékát.** A Csehországgal szemben fennálló 7,4 százalékpontos inflációs különbözetből 4,7 százalékpontot okoznak az élelmiszerek, a lengyel inflációval szembeni 8,6 százalékpontos többletből pedig 5 százalékpontot. Mindkét esetben a különbözet túlnyomó része nem a nyers, hanem az élelmiszeripar által feldolgozott élelmiszerekből származik.

## 4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

### 4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

A fejlett és feltörekvő pénz- és tőkepiaci hangulat az elmúlt negyedév nagy részében javult, majd az időszak végén az SVB bank csődje miatt kockázatkerülés erősödött, így összességében csak kis mértékben változott. Január közepétől a lassuló amerikai fogyasztóiár-index és a vártnál kedvezőbb növekedési adatok, a mérséklődő energiaárakkal párhuzamosan kedvezően hatottak a pénz- és tőkepiaci hangulatra és folyamatokra. A dollár gyengülése, a nemzetközi tőzsdeindexek emelkedése és a fejlett piaci hozamok mérséklődése a hazai hosszú állampapír hozamokat is enyhén mérsékelte, ugyanakkor a hazai bankközi hozamok összességében emelkedtek. A forint az időszak nagy részében erősödött az euróval szemben, ugyanakkor az időszak végén volatilisen alakult. Összességében a forint 3,8 százalékkal erősödött az euróhoz képest, míg a cseh korona ennél kisebb, 2,3 százalékkal értékelődött fel, míg a lengyel zloty és a román lej kis mértékben gyengült az elmúlt három hónap során.

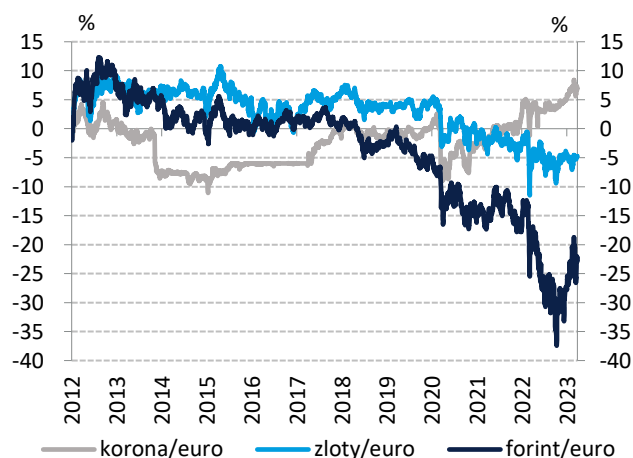
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



Megjegyzés: Az alkalmazott dekompozíciós módszer leírása megtalálható a Kocsis–Nagy (2011): Szuverén CDS-felárak dekompozíciója c. MNB Szemle cikkben.

Forrás: Bloomberg

4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



Megjegyzés: 2012. év elejéhez viszonyított változás. A pozitív értékek a régiós deviza felértékelődését jelölik.

Forrás: Bloomberg

#### 4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

Hazánk hitelkockázati felára az időszak első felében kismértékben emelkedett, majd január elejétől csökkent, összességében az időszak folyamán pedig mérséklődött. (4-1. ábra). Az időszak elején országspecifikus és nemzetközi tényezők is emelték a CDS felarat, míg az időszak második felében nemzetközi tényezők csökkentették a CDS felarat, amely jelenleg 175 bázisponton áll.

#### 4.1.2. Devizapiaci folyamatok

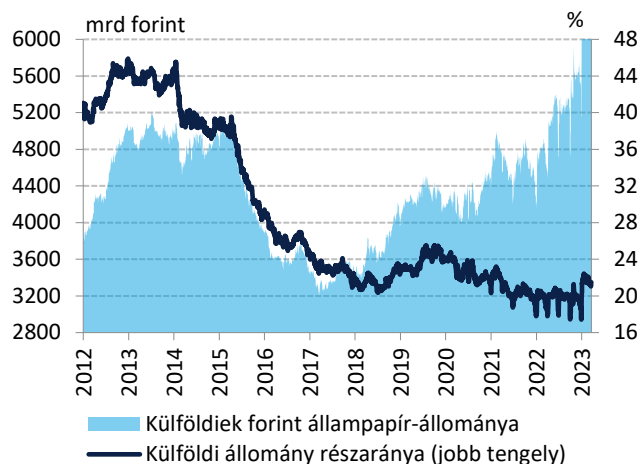
**A forint az időszak nagy részében erősödött euróhoz képest, míg az időszak második felében volatilisen alakult, így összességében 3,8 százalékkal értékelődött fel.** A régióban a lengyel zloty és a román lej 0,3 százalékkal gyengült az időszak során, míg a cseh korona 2,3 százalékkal erősödött. (4-2. ábra). A régiós devizák árfolyamának alakulását a nyersanyagpiaci fejlemények mellett a fejlett és régiós jegybankok monetáris politikai lépései befolyásolták elsősorban. Miután a dollár gyengült az euróval szemben is, a régiós devizák a dollárral szemben is erősödtek.

#### 4.1.3. Állampapírpia és hozamalakulás

**Jelentősen emelkedett a külföldiek forint állampapír-állománya az elmúlt negyedévben** (4-3. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állománya az elmúlt három hónap során számottevően, 1200 milliárd forinttal, 6631 milliárd forintra nőtt. A forint állampapírokon belüli tulajdoni részarány szintén emelkedett, így 21,2 százalék körül alakul.

**Az időszak nagyrésztében az államkötvény aukciókon a meghirdetettnél nagyobb mennyiségekben fogadott el ajánlatokat az ÁKK, ugyanakkor néhány esetben előfordult a meghirdetettnél kisebb kibocsátás is.** Az aukciós átlaghozamok a másodpiaci hozamszinttel

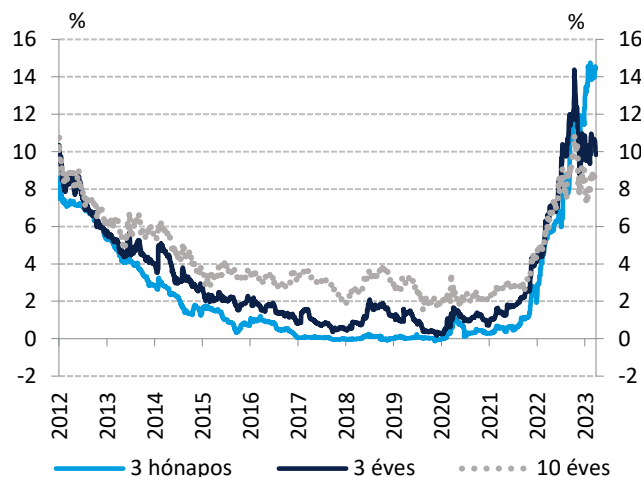
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



Megjegyzés: Az ábra a diszkontkincstárjegyek és államkötvények állományát mutatja.

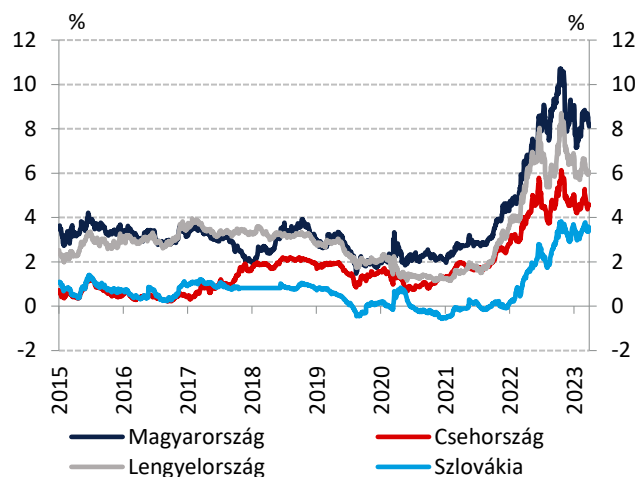
Forrás: MNB

4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

összhangban jellemzően emelkedtek. A 3 hónapos DKJ aukción 116 bázisponttal emelkedett, míg a tízéves aukción 42 bázisponttal emelkedett, így az időszak végén előbbi esetben 14,89, utóbbinál 8,69 százalékon alakult az aukciós átlaghozam.

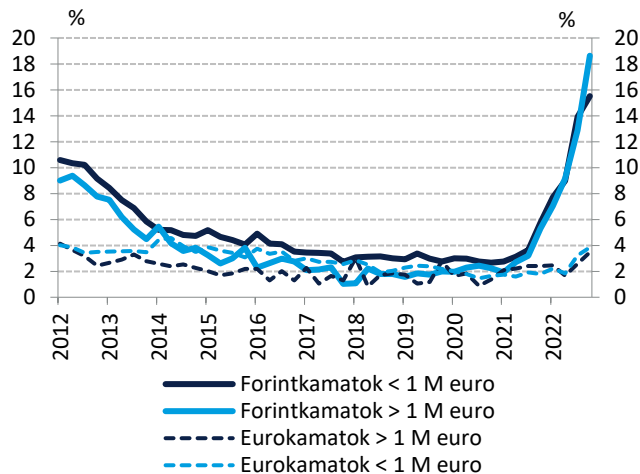
**Jellemzően az állampapír-piaci hozamgörbe rövid- és középső szakaszán emelkedtek a hozamok, ugyanakkor a hosszú hozamok csökkentek.** (4-4. ábra). Összességében az 5 éves hozam 7, míg a 10 éves hozam 17,5 bázisponttal csökkent a negyedév összeségében, ugyanakkor az időszak során volatilisen alakultak az állampapír-piaci hozamok. A bankközi hozamok közül a 3 hónapos BUBOR 9 bázisponttal 16,3 százalékra emelkedett.

**A régiós hosszú referenciahozamok többségében mérséklődtek az időszak során** (4-5. ábra). A tízéves lengyel hozam 69 bázisponttal csökkent, míg a cseh 39 bázisponttal alacsonyabb, mint az előző negyedév végén. A szlovák (euró) hozamok pedig 14 bázisponttal csökkentek.

## 4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

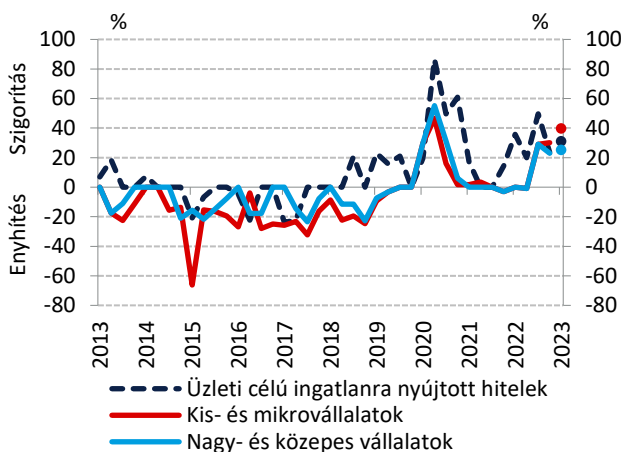
2022 negyedik negyedében szigorodtak a vállalati hitelfeltételek, a kis- és nagyvállalatok, illetve az üzleti célú ingatlanhitelezés esetében egyaránt. A bankok 2023 első félévére előreintve is a hitelsztenderdek további szigorítását jelezték. A bankok a szigorítást elsősorban ciklikus tényezőkkel indokolták, a likviditási, illetve tőkehelyzetet, mint szigorítás irányába mutató tényezőket továbbra is a bankok csak egy szűk köre jelezte. Ez alapján a bankok hitelezési képessége továbbra is magas szinten áll. A lakáshitelek esetében a bankok nettó értelemben vett 17, míg a fogyasztási hitelek esetén 27 százalékos szigorított a sztenderdeken, és a következő fél évre előretekintve mindkét szegmens esetében további szigorítás várható. Az újonnan szerződött vállalati forintbitelek átlagos finanszírozási költsége, és az újonnan kötött, hosszú távra rögzített kamatozású lakáshitelek átlagos hitelköltsége is növekedett a vizsgált időszakban.

4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába



Megjegyzés: Változó kamatozású vagy maximum egy éves kamatfixálással rendelkező hitelek. 2015-től az 1 millió euro feletti money market hitelektől szűrt adatok alapján. Forrás: MNB

4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részszegegensben



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2023 első és második negyedévére.

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

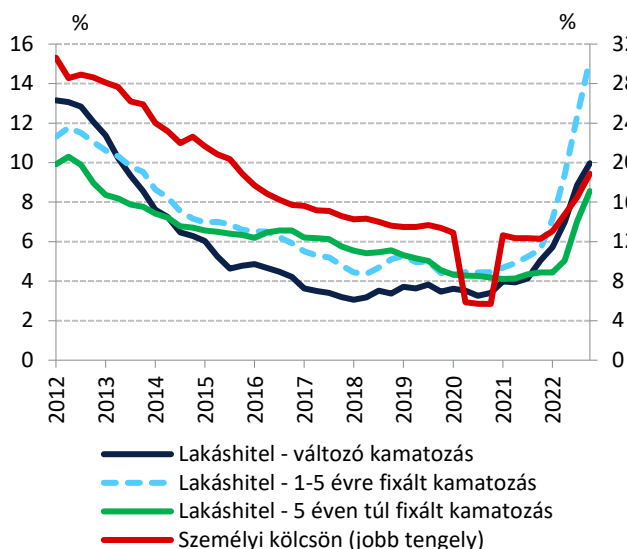
### 4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

**2022 negyedik negyedében a vállalati forintbitelek átlagos kamatlába a kamatkörnyezet emelkedésével párhuzamosan tovább növekedett.** Az újonnan szerződött, éven belül változó kamatozású, jelentős részben piaci alapon kötött vállalati forintbitel-szerződések átlagos kamatszintje – a pénzpiaci ügyletek kiszűrésével – a kisösszegű hitelek esetében 159 bázisponttal, míg a nagyösszegű hitelek esetében 576 bázisponttal emelkedett az előző negyedévhez képest (4-6. ábra).<sup>3</sup> A kisösszegű euróhitelek kamatszintje 62, míg nagyösszegű euróhiteleké 89 bázisponttal növekedett a negyedév során, ezzel december végén az euróhitelek átlagos finanszírozási költsége 3,5 százalékon állt. A vállalati forintkamatok jelentős emelkedése a bankközi kamatok emelkedésére vezethető vissza.

**A negyedév során a kkv-k és a nagyvállalatok esetében is szigorodtak a hitelsztenderdek, és előretekintve is szigorítás várható.** A negyedik negyedévben a Hitelezési felmérésben részt vevő bankok mindkét vállalatméret kategóriában, illetve az üzleti célú ingatlanhitelezés szegmensében is szigorítottak a hitelhez jutás feltételein. A bankok a szigorítást elsősorban ciklikus tényezőkkel indokolták, a likviditási, illetve tőkehelyzetet, mint szigorítás irányába mutató tényezőket továbbra is a bankok csak egy szűk köre jelezte. Ez alapján a bankok hitelezési képessége továbbra is magas szinten áll. A következő fél évre előretekintve a vállalati hitelfeltételek további szigorítása várható: az üzleti célú ingatlanhitelezésben a bankok nettó értelemben vett 31, a nagy- és közepes vállalatok esetében 25, míg a kis- és mikro vállalatok esetében 40 százaléka tervez szigorítást (4-7. ábra). Mindkét vállalatméret kategóriában a bankok előretekintve elsősorban az ügyféllel szembeni adatszolgáltatási követelményeken és monitoring aktivitáson kívánnak szigorítani.

<sup>3</sup> 2023 januári adattal egybevetve ezen kis- és nagyösszegű hitelek átlagos kamatszintváltozását már hasonló nagyságrendű elmozdulás figyelhető meg: 2022. szeptember és 2023. január között a kisösszegű hiteleknél 200 bázispontos, a nagyösszegű hiteleknél 366 bázispontos emelkedés volt megfigyelhető.

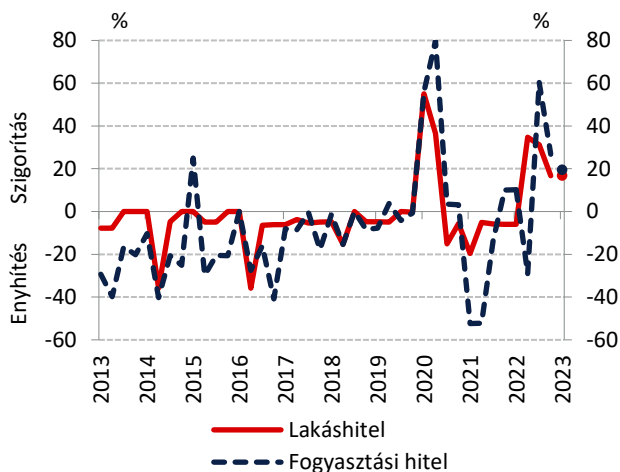
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje



Megjegyzés: Új folyósítású hitelkamatok negyedéves átlaga. Az 1-5 évre fixált hitelek jelenleg zömében államilag támogatott hitelek takarnak, amely esetében az ábrán szereplő kamatláb az állam által fizetett támogatást is tartalmazza.

Forrás: MNB

4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegmensben



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2023 első és második negyedévére.

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

#### 4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

**A lakáshitelek átlagos kamatlába jelentősen emelkedett a negyedév során.** A 2022 negyedik negyedévében megkötött lakáscélú hitelszerződések átlagos THM-szintje az 1–5 évre kamatfixált hitelek (jelentős részben a Családi Otthontermelési Kedvezményhez kötődő kamattámogatott hitelek) esetében 286 bázispontos növekedés után 15,2 százalékon állt, míg az 5 évnél hosszabb futamidőre kamatfixált hitelek esetében 153 bázispontos emelkedés történt, ezzel az átlagos hitelköltség 8,6 százalékot ért el a negyedév során (4-8. ábra). 2022 negyedik negyedévében a legalább 5 éves kamatperiódussal elérhető Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitelek volumene a negyedéves új lakáshitel-kibocsátás 63 százalékát adta. A személyi kölcsönök átlagos simított THM-szintje 236 bázisponttal emelkedve 18,9 százalékot ért el a vizsgált időszak végén.

#### **A negyedévben szigorodtak a háztartási hitelek sztenderdjei, és előretekintve további szigorítás várható.**

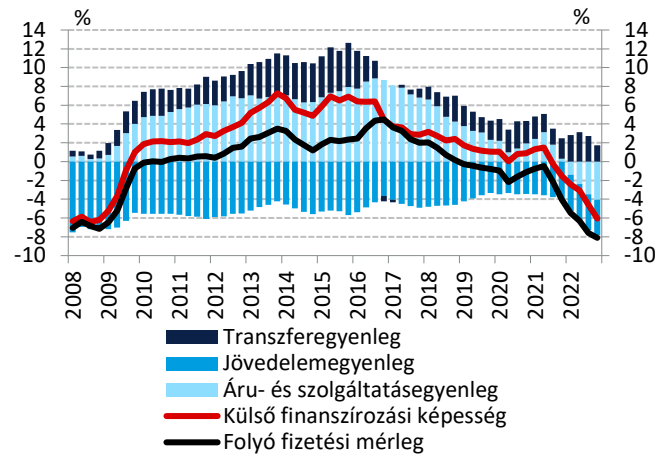
A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján 2022 negyedik negyedévében a bankok nettó értelemben vett 17 százaléka szigorított a lakáshitelek sztenderdjein és 2023 első félévre előretekintve a bankok nettó értelemben vett további 17 százaléka tervez szigorítást (4-9. ábra). A szigorítás mögött elsősorban a belső adósságfék-szabályok szigorúbb alkalmazása állt. A fogyasztási hitelek tekintetében a hitelintézetek nettó értelemben vett 27 százaléka szigorított a hitelhez jutás feltételein a negyedik negyedév során. Az ezt követő fél évre előretekintve pedig a bankok nettó értelemben vett 19 százaléka a sztenderdek további szigorítását tervezi a fogyasztási hitelek piacán.

## 5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

### 5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

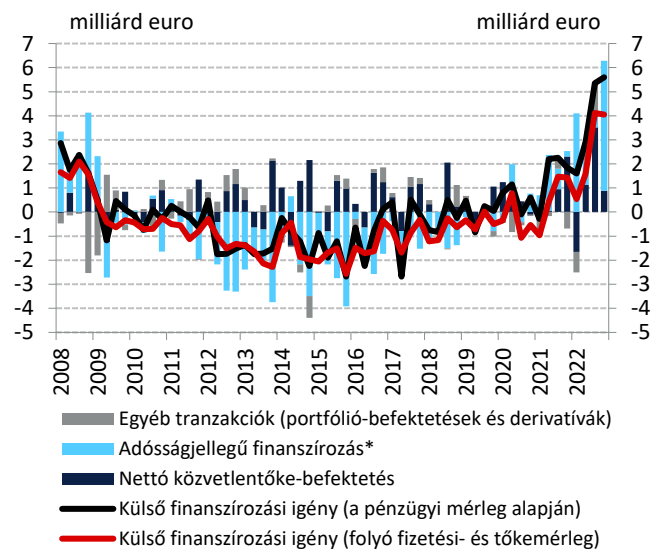
2022 negyedik negyedében a GDP 8,1 százalékára emelkedett a folyó fizetési mérleg hiánya, miközben a gazdaság külső finanszírozási igénye is nőtt. A külkereskedelmi egyenleg folytatódó csökkenése az energiaárak megráshoz köthető. A negyedik negyedévben finanszírozási oldalon folytatódott a nettó közvetlentőke-források beáramlása, miközben az adósságbeáramlás érdemben nőtt. Az ország GDP-arányos nettó külső adóssága enyhén emelkedett, miközben a bruttó adósság is bővült: a forrásbevonás külső adósságrátákra gyakorolt hatását a nominális GDP emelkedése csak fékezni tudta.

5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei



Megjegyzés: Négy negyedéves értékek, a GDP százalékában. Forrás: MNB

5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



Megjegyzés: A pénzügyi mérleg finanszírozási képessége a folyó fizetési és tőkemérleg, illetve a fizetésimérleg-statisztika tévedések és kihagyások egyenlegének összege. Közgazdasági szempontból az adósságmutatók dinamikájának fundamentális alakulását nem befolyásolja a számla és tömbarany követelések közötti átváltás, ezért ezt a technikai hatást kiszűrtük az idősből. Forrás: MNB

#### 5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

**A gazdaság külső finanszírozási igénye 2022 negyedik negyedére a GDP 6,1 százalékára, míg a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 8,1 százalékára emelkedett (5-1. ábra).** A külső egyensúlyi mutatók csökkenése döntően a külkereskedelmi egyenleg – azon belül is a romló cserearányokhoz köthetően az energiaegyleg – mérséklődésére volt visszavezethető. A külkereskedelmi egyenleg alakulásában fontos szerepet játszó szolgáltatásegyleg többlete 2022 negyedik negyedében elérte a GDP 4,8 százalékát, ami a járvány kitörése óta nem tapasztalt magas szintet jelent. Emellett az energián kívüli áruegyleg többlete is emelkedett a negyedik negyedévben. A GDP-arányos vállalati jövedelmek enyhe mérséklődése a jövedelemegyleg javulásának irányába hatott, miközben a transzferegyleg többlete továbbra is számottevő volt, így tompította a külkereskedelmi egyenleg romlásának hatását.

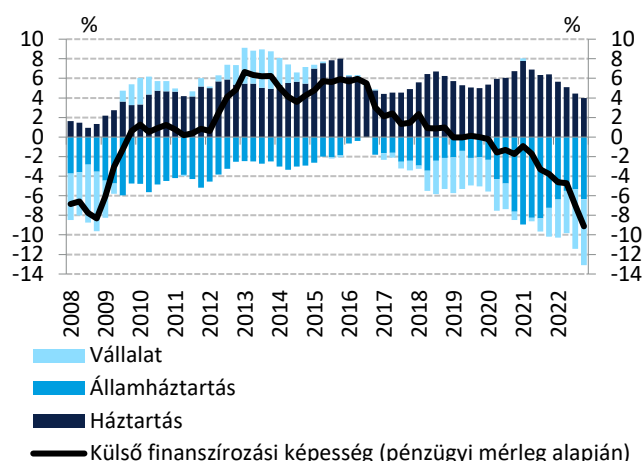
#### 5.1.2. Finanszírozási folyamatok

**2022 negyedik negyedében folytatódott a nettó FDI-beáramlás, amivel párhuzamosan az adósságjellegű források is jelentősen növekedtek (5-2. ábra).** A nettó közvetlentőke-beáramlás a második negyedévi növekedést követően a harmadik negyedévben 3 milliárd euró fölé emelkedett. Alacsonyabb szinten, de a negyedik negyedévben is folytatódott a nettó közvetlentőke-beáramlás. A harmadik negyedévben kismértékben, míg a negyedik negyedévben jelentősen emelkedett a tranzakciókból eredően az adósságjellegű források állománya: az államháztartás és a bankrendszer forrásbevonása mellett a vállalatok csökkentették a külföldi adósságukat.

**2022 negyedik negyedében az állam finanszírozási igényének korábbi mérséklődése növekedésbe váltott, miközben folytatódott a magánszektor nettó pénzügyi megtakarításának csökkenése (5-3. ábra).** A negyedik negyedévben a növekvő infláció a magánszektor nettó pénzügyi pozíciójának csökkenése irányába hatott. Az államháztartás nettó pozíciója romlott, ami az állami



5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint



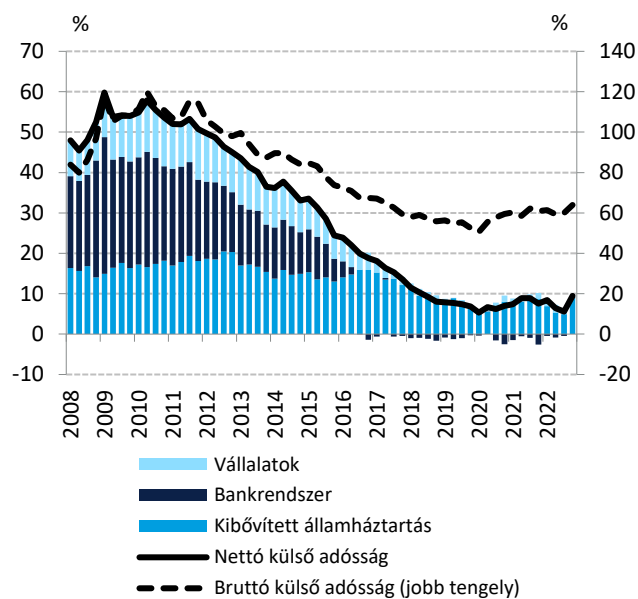
Megjegyzés: Négy negyedéves értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

energia- és fogyasztási kiadások növekedéséhez, valamint a jelentős állami gázbeszerzéshez kötődött. A vállalatok növekvő nettó finanszírozási igénye a továbbra is élénk beruházási aktivitásra, a készletfelhalmozásra, valamint a magasabb energia- és nyersanyagárak vállalati jövedelmet csökkentő hatására volt visszavezethető. A gazdaság egészében érzékelhető áremelkedés hatása az éves szinten még bővülő fogyasztással pedig érdemben mérsékelte a háztartások nettó pénzügyi megtakarítását.

**2022 december végén a gazdaság nettó külső adóssága a GDP 9 százaléka fölé emelkedett** (5-4. ábra). A mutató enyhe emelkedése ellentétes hatások eredményeként alakult ki. A tranzakciók állomány-növelő hatását a nominális GDP bővülése csak részben tudta ellensúlyozni. A bruttó külső adósság a GDP közel 64 százalékára emelkedett, ami szintén az adósságbeáramlásra volt visszavezethető.

5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása



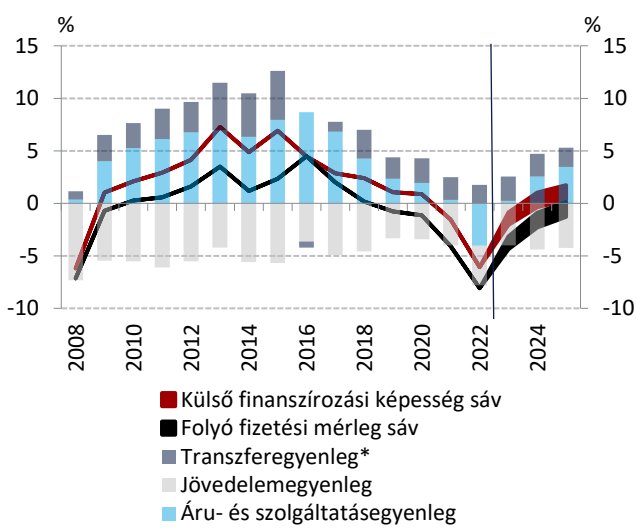
Megjegyzés: Közgazdasági szempontból az adósságmutatók dinamikájának fundamentális alakulását nem befolyásolja a számla és tömbarany követelések közötti átváltás, ezért ezt a technikai hatást, illetve a tulajdonosi hiteleket kiszűrtük az idősből. A GDP százalékában.

Forrás: MNB

## 5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A folyó fizetési mérleg egyenlege 2022-ben elérte mélypontját, és a külkereskedelmi egyenleg javulásának eredményeként 2023-24-ben számottevően mérséklődik, így a horizont végére a hiány a GDP 0-1 százaléka körül alakul. Az idei évben a mérséklődő energiaárak hatása a behozatal szűkülésében tükröződik, miközben a lassuló belső kereslet is fékezi az import dinamikáját. Mindez – a tovább javuló exportpiaci részesedéssel párhuzamosan – összességében a külkereskedelmi hiány mérséklődését eredményezi. A világgazdasági környezet normalizálódása és a termelőre forduló beruházások az előrejelzési horizont második felében a külső egyensúlyi pozíciók további javulásának irányába hatnak. A szektorok megtakarítása felől tekintve a magánszektor nettó pozíciója 2023-tól finanszírozási képességbe fordul, miközben az államháztartás hiánya – döntően a magas bevételekkel és a költségvetési intézkedésekkel összefüggésben – jelentősen csökken, majd alacsony szinten konszolidálódik.

5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



Megjegyzés: A GDP százalékában. \* A viszonzatlan folyó átutalások és a tőkemérleg egyenlegének összege.

Forrás: MNB

5-1. táblázat: A GDP-arányos külkereskedelmi egyenleg alakulása

	2021	2022	2023	2024	2025
Áruegyenleg	-3,0	-8,5	-4,5	-2,4	-1,5
Energiaegyenleg	-4,4	-9,7	-5,2	-4,3	-3,8
Egyéb	1,4	1,1	0,8	1,9	2,2
Szolgáltatás egyenleg	3,3	4,5	4,7	4,9	5,0
<b>Külkereskedelmi egyenleg</b>	<b>0,3</b>	<b>-4,0</b>	<b>0,2</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>

Forrás: KSH, MNB

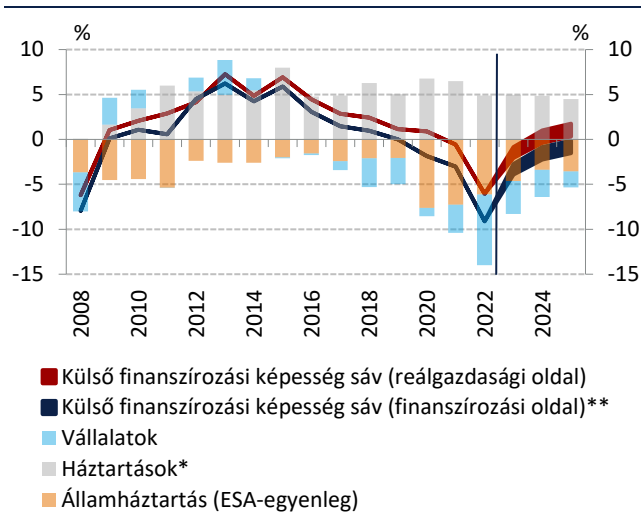
**2022-ben a folyó fizetési mérleg egyenlege elérte mélypontját, és 2023-tól – a javuló külkereskedelmi egyenleggel párhuzamosan – számottevően emelkedik (5-5. ábra).** 2023 elején a zsugorodó energiaárak miatt javuló cserearány csökkenti az importot, miközben a 2022 második felétől élénkülő export támogatja az áruegyenleg javulását. Összességében a külkereskedelmi hiánya számottevően mérséklődik, amit részben ellensúlyoz a külföldi vállalatok – extraprofit-adó mellett mérsékelt – növekvő profitja és a kamatkidások miatt romló jövedelemegyenleg. Mindezek hatására 2023-ban a folyó mérleg hiányának GDP arányos értéke a felére csökkenhet. 2024-ben a helyreálló belső kereslet élénkíti az importbővülést, ami a külkereskedelmi egyenleg lassuló javulásában tükröződik. 2024-ben az extraprofit adó kivezetésével számolunk, ami növeli a jövedelemegyenleg hiányát. 2025-ben a normalizálódó a világgazdasági környezettel, valamint a kiépülő jelentős új exportkapacitások termelőre fordulásával a külső egyensúlyi pozíció számottevően javulhat, így a horizont végére a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 0-1 százaléka körüli szintre csökkenhet.

**Az energiaegyenleg 2023-ban várható számottevő javulása a folyó fizetési mérleg csökkenő hiányában tükröződik.**

2022-ben a megugró energiaárak miatt a GDP-arányos energiaimport több mint kétszeresére bővült. A csökkenő energiaárak, valamint a hazai gazdasági szereplők fokozatos alkalmazkodásának hatására 2023-ban az energiaegyenleg hiánya érdemben mérséklődik, amit 2024-től mérsékeltebb csökkenés követ (5-1. táblázat).

**A szektorok megtakarítási folyamatai szerint a 2022-es tetőzés után 2023-ban az államháztartási hiány csökken, miközben a magánszektor pozíciója az egyensúlyi szint felett alakul (5-6. ábra).** Az államháztartás finanszírozási igénye az előrejelzési horizonton folyamatosan csökken, ami jelentős részben az adóbevételek emelkedésére vezethető vissza. Emellett a mérséklődő energiaárak – kiegészülve a módosított rezsizabályokkal – valamint a

5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása



Megjegyzés: A GDP százalékában. \*A háztartások nettó finanszírozási képessége, nem tartalmazza az átlépők nyugdíj-megtakarításait. A pénzügyi számlában szereplő érték eltér az ábrán jelzettől. \*\*A NEO esetében azt feltételezzük, hogy fokozatosan visszatér a historikus szintjéhez.

Forrás: MNB

kiadásokat csökkentő költségvetési intézkedések szintén a költségvetési hiány konszolidációjának irányába hatnak. A háztartások megtakarításának trendje a 2022-es a magas infláció és a csökkenő reáljövedelmek hatására történő mérséklődést követően az előrejelzési horizont végéig szinten marad. 2023-ban a visszafogottabb vállalati beruházások hatására csökken a vállalatok finanszírozási igénye, amit az alacsonyabb energiaárak is támogatnak. 2024-től az élénkülő külső kereslet, valamint a beáramló uniós források a vállalatok finanszírozási pozíciójának további javulásában tükröződnek.

### 5.3. Költségvetési folyamatok

Az előzetes pénzügyi számla statisztika alapján a 2022. évi költségvetési deficit az ősszel módosított hiánycélnak megfelelően 6,1 százalékon teljesült. A 2023. évi hiánycél a 2023. évi költségvetés módosításával 3,5 százalékról 3,9 százalékra emelkedett. 2024-ben továbbra is 2,5 százalékos, 2025-ben pedig 1,5 százalékos céllal számol a költségvetés. A hiánycélok elérését segíti az energiaárak csökkenése, ami mellett azonban feszes költségvetési gazdálkodásra van szükség a 3,9 százalékos előirányzat teljesüléséhez. Tekintettel arra, hogy a költségvetési előirányzatban szerepel a 2021-2027-es uniós források beérkezése, ezért a pénzforgalmi hiánycél teljesüléséhez szükség van a Bizottsággal való mihamarabbi megállapodásra is. Az előzetes adatok alapján 2022. év végére a GDP-arányos bruttó államadósság 73,6 százalékra csökkent, míg előrejelzésünk szerint idén 69 százalékra, az előrejelzési horizont végére pedig 65 százalék közelébe mérséklődhet az adósságráta.

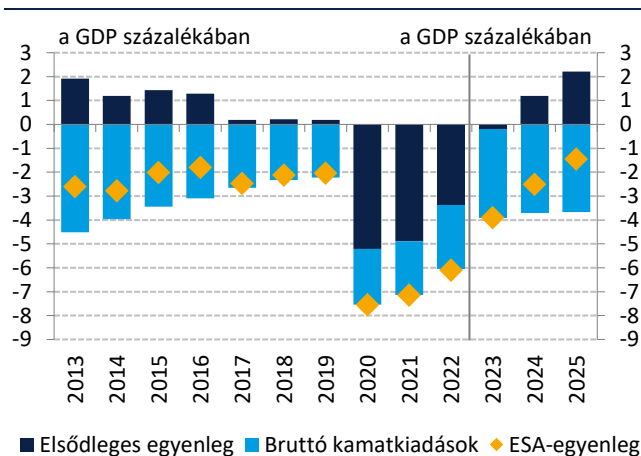
5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

	2022	2023	2024	2025
ESA-egyenleg	-6,1	-3,9	-2,5	-1,5
Elsődleges ESA-egyenleg	-3,4	-0,2	1,2	2,2
Bruttó kamatkidadások	-2,7	-3,7	-3,7	-3,7

Megjegyzés: A GDP százalékában.

Forrás: KSH, PM, MNB

5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása



Forrás: KSH, MNB

#### 5.3.1. A főbb egyenlegmutatók

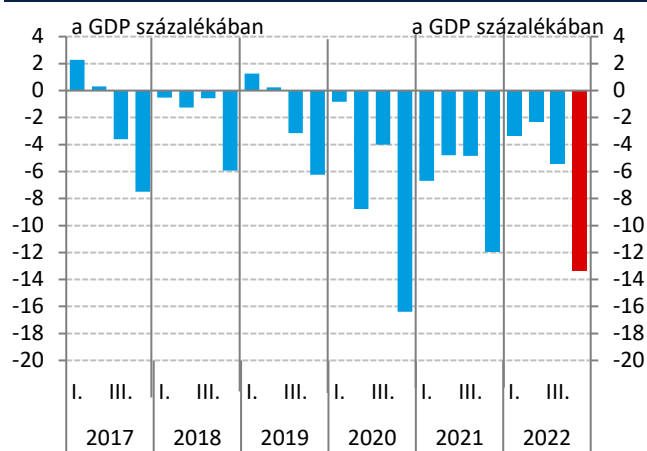
Az előzetes pénzügyi számla adatok alapján 2022-ben 6,1 százalék volt az államháztartás nettó finanszírozási igénye, míg a 2023. évi költségvetési törvény módosítása alapján 2023-ban a GDP 3,9 százalékára emelkedett a költségvetési hiánycél (5-2. táblázat). A 2022. évhez viszonyított hiánycsökkentést elősegíthetik a gazdasági növekedésből eredő bevételnövekedés mellett a 2023-as költségvetési törvényjavaslattal párhuzamosan bejelentett intézkedések, valamint az energiaárak elmúlt hónapokban megfigyelhető jelentős csökkenése. 2024-ben a hiány tovább mérséklődhet a megelőző évekhez képest, és a költségvetési várakozások alapján a maastrichti kritériumnál kedvezőbb 2,5 százalékos GDP-arányos szinten alakulhat (5-7. ábra). 2025-re 1,5 százalékos költségvetési hiánnyal számol a költségvetési kitekintés.

2024-től várhatóan visszatérnek a Stabilitási és Növekedési Egyezmény korrekciós ágának adósságra, valamint a hiányra vonatkozó feltételei. Ezzel párhuzamosan a tagállamok elvi megállapodására építve az Európai Bizottság új javaslatai mentén kiépül az új uniós költségvetési szabályrendszer, melyben várhatóan szerepet kap az országspecifikus középtávú adósságpálya, valamint az ezzel konzisztens új kiadási szabály.

#### 5.3.2. A 2022. évi egyenleg

A költségvetési hiány 2022-ben a GDP 6,1 százaléka volt az előzetes pénzügyi számla adatok alapján. A 2022. évi költségvetési törvény 5,9 százalékos GDP-arányos hiánycélt tartalmazott, amit a kormányzati várakozás előbb 4,9 százalékra csökkentett, majd 6,1 százalékra emelt a különleges földgázkészletek felhalmozásával számolva. Az államháztartás utolsó negyedéves nettó finanszírozási igénye a negyedéves GDP 13,4 százaléka volt az MNB által publikált előzetes pénzügyi számla adatok alapján (5-8. ábra). Az Eximbank 0,2 százalékos többletét is figyelembe véve teljesült a 6,1 százalékos deficitcél. A nominális GDP jelentős növekedése következtében az

5-8. ábra: A kormányzati szektor eredményzempléletű egyenlege



Megjegyzés: A 2022. IV. negyedéves adat az MNB által publikált előzetes pénzügyi számlákban szereplő államháztartás nettó finanszírozási képességét mutatja.

Forrás: KSH, MNB

adóbevételek terven felül teljesültek, ugyanakkor ennek jelentős részét ellensúlyozták az energiával kapcsolatos magasabb kiadások: az állami energia-kiadások, a lakossági rezsitámogatás részleges fenntartása és az MSZKSZ gázkészlet vásárlásai.

Az államháztartás 2022. évi eredményzempléletű hiánya jelentősen alacsonyabban alakult, mint a központi alrendszer pénzforgalmi hiánya. A pénzforgalmi és eredményzempléletű egyenleg közötti több mint 650 milliárd forintos eltérést elsősorban az okozta, hogy a 2022-ben kifizetett családi adóvisszatérítés az eredményzempléletű elszámolás szerint a 2021-es évet érintette. A pénzforgalmi deficitnél alacsonyabb ESA-hiányt eredményezett az EU támogatások megelőlegezése is, míg az MSZKSZ földgáz-beszerezése növelte az eredményzempléletű deficitet.

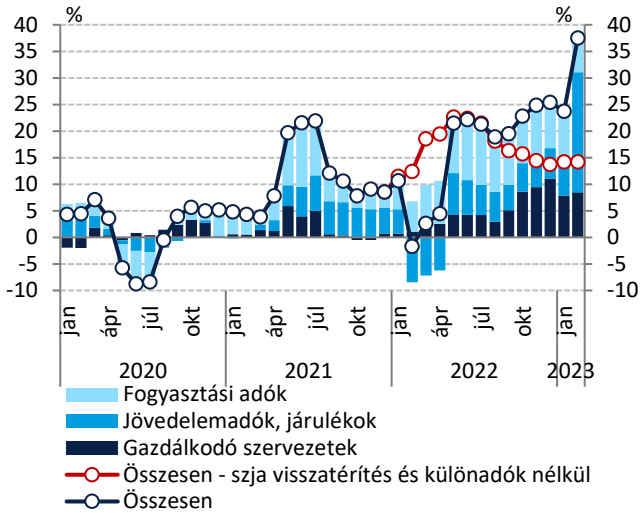
### 5.3.3. A 2023. évi egyenleg

**A 2023. évi 3,9 százalékos hiánycél teljesülése esetén több mint 2 százalékponttal mérséklődhet a deficit 2022-höz képest.** Az egyenleg évek közötti javulását elsősorban a bejelentett bevételi és kiadási intézkedések, a magasabb adóbevételek, valamint az energiaárak 2023 első hónapjaiban tapasztalt csökkenése segíthetik. Az infláció és a magas energiaárak költségvetési hatása 2023-ban már negatívba fordulhat, ugyanis az adóbevételek növekedését ellensúlyozhatja a költségvetési kiadások emelkedése, melyet azonban enyhít az energiaárak csökkenése.

A költségvetési törvény módosítása több új adóintézkedést is tartalmaz. A gyógyszergyártók befizetése egy új, átmeneti, sávos különadó, amelyet a gyógyszergyártók 2022. és 2023. évi árbevételéhez kapcsolódóan kell megfizetni 2023-ban. Mértéke 50 milliárd forint árbevétel alatt 1 százalék, 50 és 150 milliárd forint közt 3 százalék, efelett 8 százalék. A befizetések a Rezsivédelmi Alap bevételeit fogják gyarapítani. A biztosítási adó kulcsa a nem-életbiztosítási díjbevétel 36 milliárd forintot meghaladó része után 7 százalékról 12 százalékra, az életbiztosítási díjbevétel 36 milliárd forintot meghaladó része után 3 százalékról 5 százalékra emelkedett. A 25 év alattiak részleges személyijövedelemadó-mentessége 30 évig kiterjesztésre kerül azon nők számára, akik 30 éves korukig gyermeket vállalnak.

Az energiaárakkal kapcsolatos kormányzati kiadások alakulása fontos tényező marad 2023-ban is. A 2023. és 2025. évek közötti hiánycélok teljesülését segíthetik a csökkenő energiaárak, ugyanakkor a hozamemelkedés miatt megugró kamatkidadások, az infláció kompenzálása céljából emelkedő nyugdíjkifizetések kiadásnövelő hatással bírnak. A

5-9. ábra: Az adó- és járulékbévételek előző év azonos hónapjához viszonyított alakulásának 3 havi mozgóátlaga 2020-2023-as időszakban



Forrás: MÁK, MNB

hiánycél elérése érdekében szoros költségvetési gazdálkodásra van szükség.

#### 5.3.4. A 2024-2025. évi egyenlegek

Rendelkezésre álló költségvetési törvény hiányában 2024-re és 2025-re technikai előrejelzést készítünk, amely szerint a várt makrogazdasági pálya és a becült kiadások alapján, a kockázatok mérséklődését követően a hiánypálya további csökkenése várható.

#### 5.3.5. Az alappályát övező kockázatok

**A költségvetési egyenlegre nézve továbbra is kockázatot jelent az energiaárak alakulása, azonban az árcsökkenés jelenleg pozitív kockázatot hordoz.** A magas energiaárak a világgazdasági árak folyamatos csökkenése és az új szabályok alkalmazása mellett is számottevő költségvetési többletkiadással járnak. A költségvetési törvény módosításában szereplő várakozáshoz képest ugyanakkor a márciusi gázárak tartós fennmaradása pozitív kockázatot jelent. Negatív kockázat azonban, hogy a költségvetési törvényben tervezettnél alacsonyabb fogyasztásbővülés és lassabb bérnövekedés a költségvetésben szereplőnél alacsonyabb adóbevételeket eredményezne.

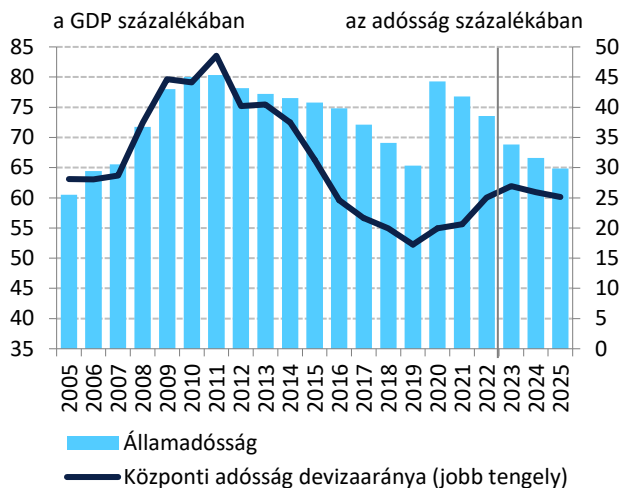
**Bár Magyarország jelenleg a 2014-2020-as keretből is számottevő mértékű kohéziós forrást tud lehívni, elengedhetetlen a Bizottsággal való mihamarabbi megállapodás.** A magyar Helyreállítási és Ellenállóképességi Terv elfogadását és a Partnerségi Megállapodás aláírását követően csökkent az európai uniós támogatások alakulását övező bizonytalanság, de még nem nyílt meg a lehetőség a 2021-2027-es kohéziós és helyreállítási források lehívására. A támogatások megelőlegezése és beérkezése a pénzforgalmi hiány és az államadósság alakulását, míg a végrehajtásának ütemezése az eredmény szemléletű egyenleget és a reálgazdasági folyamatokat befolyásolja. A források beérkezéséig az új ciklushoz kapcsolódó kiadásokat a költségvetés megelőlegezi a kedvezményezetteknek.

#### 5.3.6. Az adósságpálya várható alakulása

**Az előzetes adatok alapján 2022. év végére a GDP-arányos bruttó államadósság 73,6 százalékra csökkent.** Az adósságráta így a 2021. év végi értékhez képest több mint 3 százalékponttal mérséklődött, elsősorban a nominális GDP jelentős növekedésének köszönhetően. A központi adósság devizaaránya a tavalyi devizakötvény-kibocsátások következtében 25 százalékra emelkedett 2022. év végére.

**Előrejelzésünk szerint a költségvetési hiánycél teljesülése esetén a GDP-arányos bruttó államadósság 2023. év végére 69 százalékra csökken.** Az előrejelzési horizonton az

5-10. ábra: Az államadósság várható alakulása



Forrás: MNB, ÁKK

adósságrata folyamatos mérséklődésével számolunk változatlan 2022. végi árfolyammal számolva. Prognózisunk szerint az államadósság-rata értéke évente átlagosan 2,9 százalékponttal csökkenhet, ami így 2025 végére 65 százalék közelébe mérséklődhet (5-10. ábra).

A forint-euro árfolyam változása a devizaadósság átértékelődésén keresztül hatást gyakorol az adósságrátára, így a forint-euro árfolyam 10 forintnyi változása mintegy 0,45 százalékponttal módosítja a GDP-arányos államadósságot. Prognózisunk szerint a központi államadósság devizaaránya 2023 végére 27 százalék lehet.



## 6. Kiemelt témák

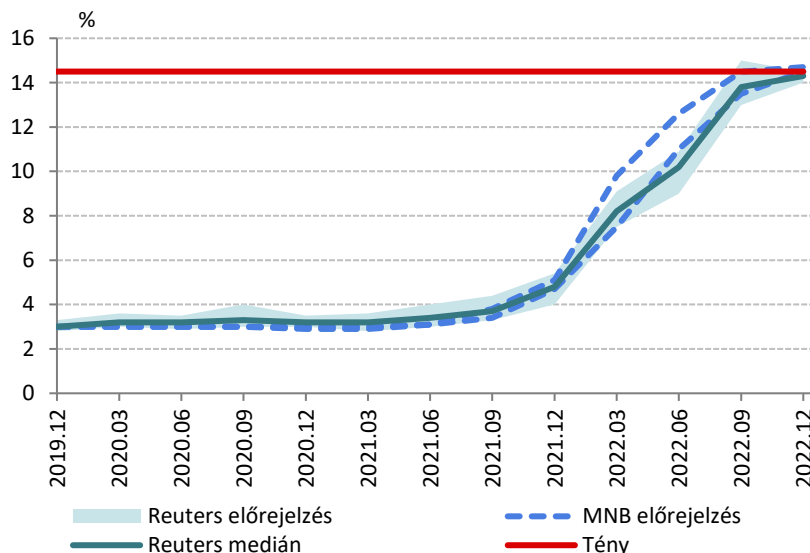
### 6.1. A 2022-es évre adott jegybanki előrejelzések értékelése

A fejezet célja, hogy bemutassuk, hogy az előző három évben a 2022-es fő makrogazdasági mutatókra adott előrejelzéseink milyen pontossággal teljesültek. Emellett azt is megvizsgáljuk, hogy a jegybank előrejelzési teljesítménye hogyan viszonyul a piaci elemzőkéhez. Az előző évre a vizsgált változók esetén először 2019 decemberében készítettünk prognózist. Összességében elmondható, hogy a 2022-es tényleges infláció, a gazdasági növekedés és a versenyszféra létszám a tavalyi előrejelzéseinkkel összhangban, a versenyszféra béremelkedése a tavalyi előrejelzéseinknél magasabban alakult.

#### 6.1.1. Infláció

**2022-ben az infláció 14,5 százalékon alakult.** Az infláció alakulására a globális koronavírus-járvány elleni védekezés egyes szakaszai jelentős hatást gyakoroltak, majd a megugró nyersanyag-, energia- és élelmiszerárak a korábbi évekhez képest nagyobb változékonyságot okoztak a fogyasztói árak változásában. Előrejelzésünket így elsősorban ezen tényezők befolyásolták. Bár a koronavírus-járvány jelentős átrendeződést eredményezett egyes piacok keresleti és kínálati viszonyaiban, ugyanakkor a múltbeli válságtapasztalatok alapján arra számítottunk, hogy a gyenge kereslet dezinflációs hatásai fokozatosan megjelennek az inflációs alapfolyamatokban is. Így az inflációs előrejelzésünket kezdetben a keresleti és kínálati súrlódások és a gyenge kereslet dezinflációs hatásának eredője határozta meg. Később, a koronavírus egyre fokozódó hullámainak megjelenésével az infláció is elkezdett növekedni, így fokozatosan felfelé módosítottunk az inflációs előrejelzésünkön. 2022-től ugyanakkor az emelkedő nyersanyag-, élelmiszer- és energiaárak hatására tovább növeltük az inflációs prognózisunkat. Az előrejelzések bizonytalansága azonban növekedett, amit az is mutat, hogy a Reuters felmérésében részt vevő piaci elemzők várakozásai 2022 első negyedétől szélesebb sávban szóródtak. **A 2022-re adott előrejelzéseink – megelőzve a piaci várakozásokat – fokozatosan közeledtek a tényértékhez** (6-1. ábra).

6-1. ábra: A 2022-es inflációra vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések

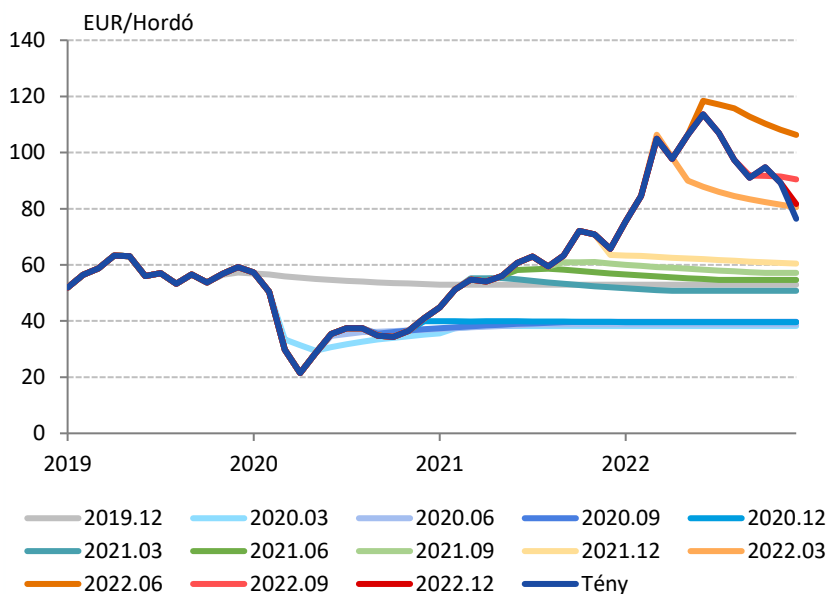


Megjegyzés: A világgazdaságban kialakult bizonytalan helyzet miatt 2020. decembertől az MNB előrejelzési tartományt publikál a 2022-es inflációra, kivéve a 2021. júniusi Inflációs jelentést, ahol pontbecslés volt. Forrás: KSH, MNB, Reuters

**A 2022-re vonatkozó előrejelzéseink változtatásait elsősorban a növekvő nyersanyag- és energiaárak okozták** (6-2. ábra).

A hazai üzemanyagárak alakulása szempontjából meghatározó Brent olaj euróban kifejezett világpiaci ára a 2020 eleji nagymértékű esést követően 2021-ben jelentős emelkedésnek indult. Ennek oka, hogy a gazdaságok újraindításával a globális piacokat jelentős túlkereslet jellemezte. Míg 2020 áprilisában a koronavírus-járvány első hulláma idején 22 euróba került egy hordó olaj a világpiacon, két év múlva több mint négyszeresére, 98 euró/hordóra emelkedett. A tavaly évi csúcspot júniusban érte el, 114 euró/hordóval. A 2022-es évközbeni inflációs előrejelzéseinket ezek figyelembevételével módosítottuk.

6-2. ábra: Az olajárakra vonatkozó feltevések

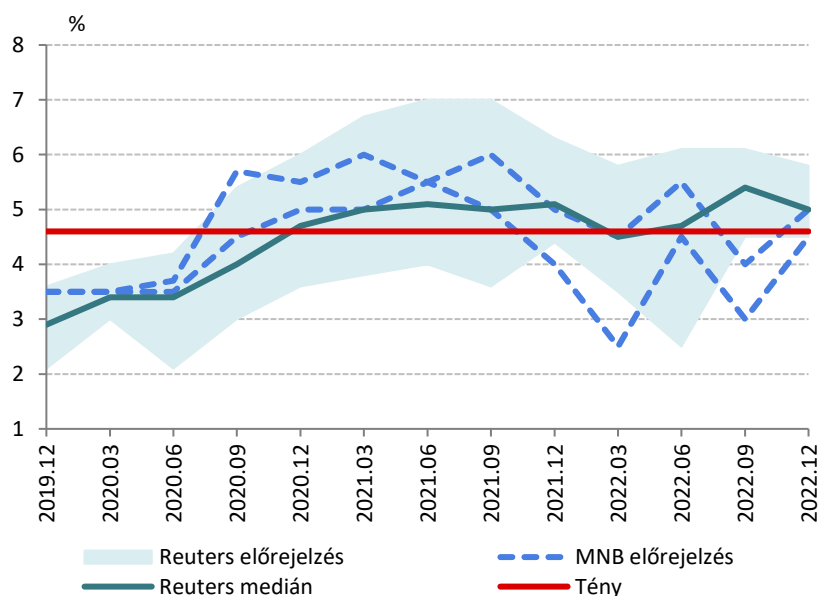


Forrás: Bloomberg

## 6.1.2. Gazdasági növekedés

**2022-ben a hazai GDP 4,6 százalékkal nőtt éves bázison.** 2020 elejétől először a koronavírus-járvány, majd az orosz-ukrán konfliktus megjelenése jelentős bizonytalanságot generált a világgazdaságban, ezért 2020. júniustól kezdődően a 2022-es GDP-re vonatkozó prognózisunkat sávosan publikáltuk. A gazdaság gyors korrekciójára számítva 2021. közepéig emeltük, majd a nemzetközi termelési láncok zavarai és a háború hatásaként megugró nyersanyag-, élelmiszer- és energiaárak következtében fokozatosan mérsékeljük előrejelzésünket. 2022-ben az orosz-ukrán konfliktus alatt adott becsléseinket nagy bizonytalanság övezte, azonban a gazdaság az első becsléseknél rugalmasabban reagált. **2022-es prognózisaink az év nagy részében megközelítették a tényleges szintet.** Előrejelzésünk átlagos hibája az elmúlt hároméves időtávon számítva összességében enyhén kisebb volt, mint a piaci elemzők mediánja (6-3. ábra).

6-3. ábra: A 2022-es GDP növekedésre vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések

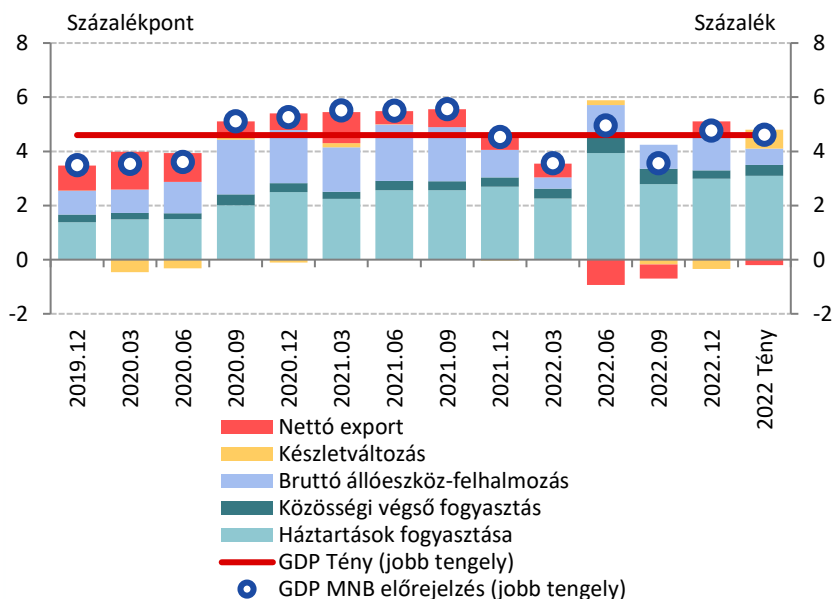


Megjegyzés: A világgazdaságban kialakult bizonytalan helyzet miatt 2020. júniustól az MNB előrejelzési tartományt publikál a 2022-es GDP-re, kivéve a 2021. júniusi Inflációs jelentést, ahol pontbecslés volt.

Forrás: KSH, MNB, Reuters

**2022-ben a fogyasztás (+6,6 százalék), a bruttó állóeszköz-felhalmozás (+2,2 százalék), a közösségi végső fogyasztás (+1,6 százalék) emelkedett, és a nettó export (+0,7 százalék) hozzájárulása is pozitívan alakult.** Prognózisunkban a hazai ipar teljesítményét figyelembe véve alakítottuk a nettó export hozzájárulását, mely összességében a várakozásoknak megfelelően alakult. A gazdasági nyitás következtében a fogyasztás gyorsabb helyreállításával és bővülésével számoltunk, amit a kedvező jövedelmi folyamatok és a nettó pénzügyi vagyon számottevő emelkedése mellett a kormányzati intézkedések is támogattak. A bruttó állóeszköz-felhalmozásra vonatkozó várakozásainkat 2021 harmadik negyedévéig emeltük, majd az emelkedő finanszírozási és egyéb költségek következtében fokozatosan mérsékeljük 2022 első negyedévéig. A tavalyi év fennmaradó részében a kedvező gazdasági környezettel összhangban újra emeltük prognózisunkat. Előrejelzéseink összességében a tényleges szint alatt alakultak (6-4. ábra).

6-4. ábra: A 2022-es GDP felhasználás oldali dekompozíciójára vonatkozó MNB-előrejelzések



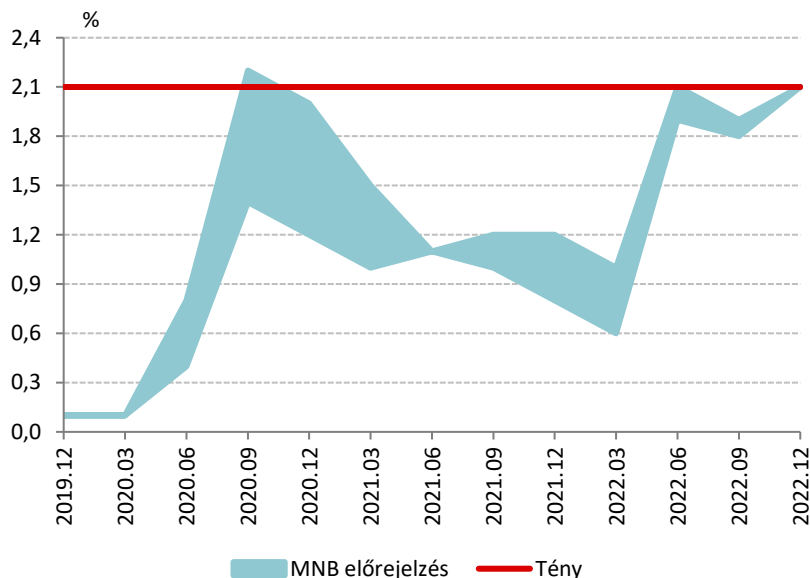
Megjegyzés: A világgazdaságban kialakult bizonytalan helyzet miatt 2020. júniustól az MNB előrejelzési tartományt publikál a 2022-es GDP-re, kivéve a 2021. júniusi Inflációs jelentést, ahol pontbecslés volt. Az értékek az előrejelzési sáv közepét mutatják. A közösségi végső fogyasztás tartalmazza a kormányzati fogyasztást és a kormányzattól és nonprofit intézményektől kapott természetbeni társadalmi juttatásokat.

Forrás: KSH, MNB

### 6.1.3. Munkaerőpiac

**2022-ben a versenyszféra létszám 2,1 százalékkal emelkedett.** Korábbi prognózisainkban is emelkedésre számítottunk egyrészt a gazdaság növekedéséből, másrészt a járvány utáni gazdasági helyreállásból fakadóan. A háború hatásai a munkaerőpiacon a vártnál gyengébben fejtették ki hatásukat, így 2022 második negyedévéitől újra a foglalkoztatás dinamikus bővülésével számoltunk. Az orosz-ukrán konfliktus alatt adott becsléseinket nagy bizonytalanság övezte, azonban **a tavalyi prognózisaink júniustól közel alakultak a tényleges szinthez** (6-5. ábra).

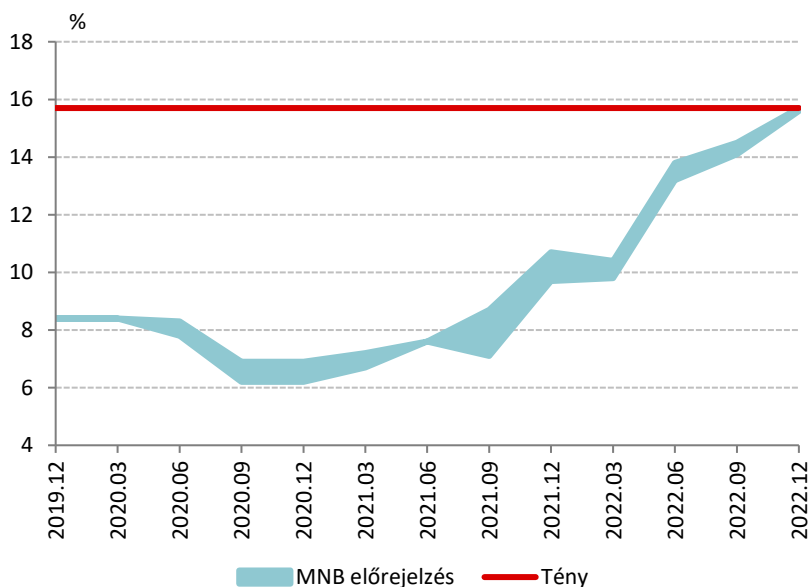
6-5. ábra: A 2022-es versenyszféra létszámindexre vonatkozó MNB-előrejelzések



Megjegyzés: A világgazdaságban kialakult bizonytalan helyzet miatt 2020. júniustól az MNB előrejelzési tartományt publikál a 2022-es versenyszféra létszámindexre, kivéve a 2021. júniusi Inflációs jelentést, ahol pontbecslés volt. Forrás: KSH, MNB

**A 2022-ben a versenyszférában 15,7 százalékkal emelkedtek a bérek.** A tavalyi bérdinamika alakulását nagyban befolyásolta az év eleji jelentős, 20 százalékos minimálbér-, illetve 19 százalékos garantált bérminimum emelés, így az év egészében a bérek kétszámjegyű emelkedésére számítottunk. Az orosz-ukrán konfliktus hatásai a várnál jóval kisebb mértékben hatottak a munkaerőpiaci feszességre, az inflációra vonatkozó előrejelzések pedig emelkedtek, így a bérek növekedésére vonatkozó prognózisunkat 2022 egészében fokozatosan felfelé módosítottuk, a legnagyobb emelést a második negyedévben végre hajtva. **Össességében a 2022. évi versenyszféra bérdinamikára vonatkozó tavaly készített előrejelzéseink a tényleges béremelkedés alatt alakultak** (6-6. ábra).

6-6. ábra: A 2022-es versenyszféra bérintexre vonatkozó MNB-előrejelzések



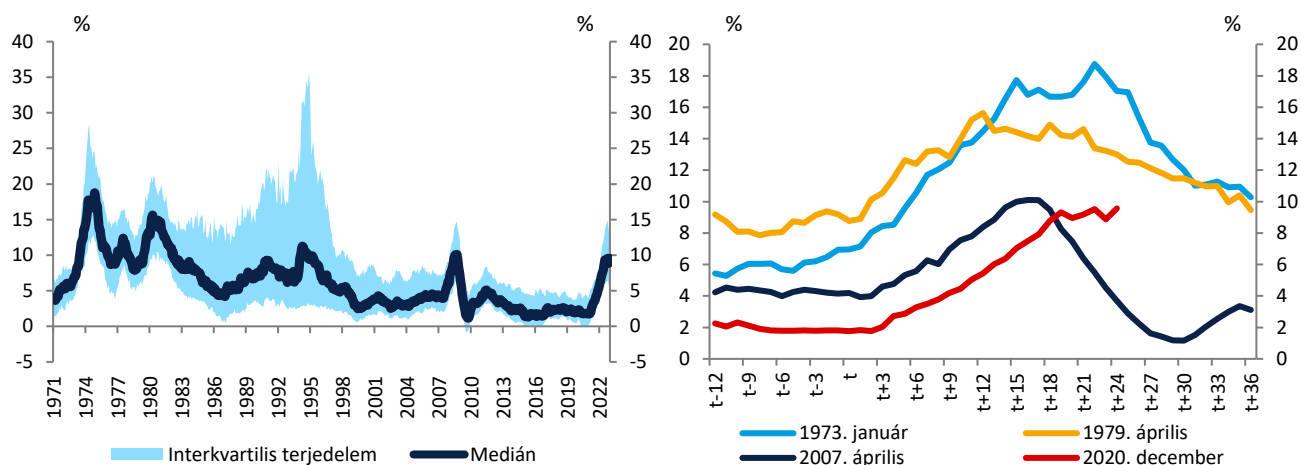
Megjegyzés: A világgazdaságban kialakult bizonytalan helyzet miatt 2020. júniustól az MNB előrejelzési tartományt publikál a 2022-es versenyszféra bérintexre, kivéve a 2021. júniusi Inflációs jelentést, ahol pontbecslés volt. Forrás: KSH, MNB

## 6.2. Van-e völgy a hegy után? – Az elmúlt 50 év magas inflációinak lecsengései

Az elmúlt években több egymást követő inflációs sokk hatására 2022 végére a globális infláció az utoljára 2008-2009-es gazdasági válság előtt látott szintekre emelkedett. 2022 végén az éves inflációs ráta a világ országainak közel felében meghaladta a 10 százalékot, és a világ országainak több, mint háromnegyedében volt 5 százaléknál magasabb (6-7. ábra, bal panel). Az infláció globális alakulását a 2020-as koronavírus válságot követően az árupiaci kereslet-kínálati egyensúlytalanságok, a nyersanyagárak járvány utáni korrekciója és a nemzetközi szállítmányozási szűk keresztmetszetek határozták meg. 2021 során a gazdasági újraindulás utáni súrlódások, a fogyasztói szokások/kosár átrendeződése, a fejlődő és közepesen fejlett világ országaiban a pénzpiaci turbulenciák miatti jelentős árfolyam-leértékelődések is az árszínvonal emelkedése irányába hatottak. Az Oroszország által indított 2022-es ukrán háború miatt ismét növekvő energiaárak, a tartóssá váló ellátási lánc problémák, Európában pedig különösképpen az élelmiszerpiaci és ellátási problémák miatt fennáll a lehetősége egy hosszabb távon megmaradó inflációs nyomásnak.

**A tartósan az inflációs cél fölött ragadó árszínvonal-emelkedés jelentős monetáris politikai kihívás elé állítja a világ jegybankjait.** A monetáris politika elsődleges célja és hitelességének előfeltétele az árstabilitás elérése. A hiteles monetáris politika hozzájárul a gazdasági kibocsátás fenntartható növekedéséhez és a foglalkoztatás magas szintjének fennmaradásához, a túl magas infláció azonban akadályozhatja ezen célok elérését.

6-7. ábra: A globális infláció alakulása 1971-2022 között: a medián infláció alakulása a teljes időtávon (bal panel), valamint a medián infláció alakulása a nagyobb globális inflációs időszakok előtt és után 2 évvel (jobb panel)



Forrás: Világbank

Elemzésünkben az elmúlt évtizedek tartósan magas inflációs tapasztalatai alapján vizsgáljuk, hogy mik a magas szintre emelkedő infláció makrogazdasági körülményei, valamint, hogy milyen esetekben valósult meg gyors dezinfláció. A gazdaságtörténeti szemlélettel figyelt strukturális változások tanulságai segíthetnek a jelenbeli inflációs minták megértésében és a kihívások megválaszolásában is.

Az elmúlt bő 50 évben több magas inflációs periódus is beazonosítható globálisan (6-7. ábra, jobb panel). Az 1970-es években az infláció több hullámban érkezett. Az évtized két olajársokkjának következtében az infláció 1973-1975, illetve 1979-1982 között a legtöbb gazdaságban kétszámjegyű tartományba emelkedett. A hidegháború végével és a szocialista tervutasításos rendszerről piacgazdaságra való átállással érdemi infláció jelent meg a világ több országában az 1990-es évek első felében, mely azonban kiterjedését vizsgálva regionálisan korlátozott maradt. Érdemi inflációemelkedéssel és számos ország esetében kétszámjegyű árindekszel párosult a 2008-2009-es globális válság előtt is a világgazdasági növekedés.

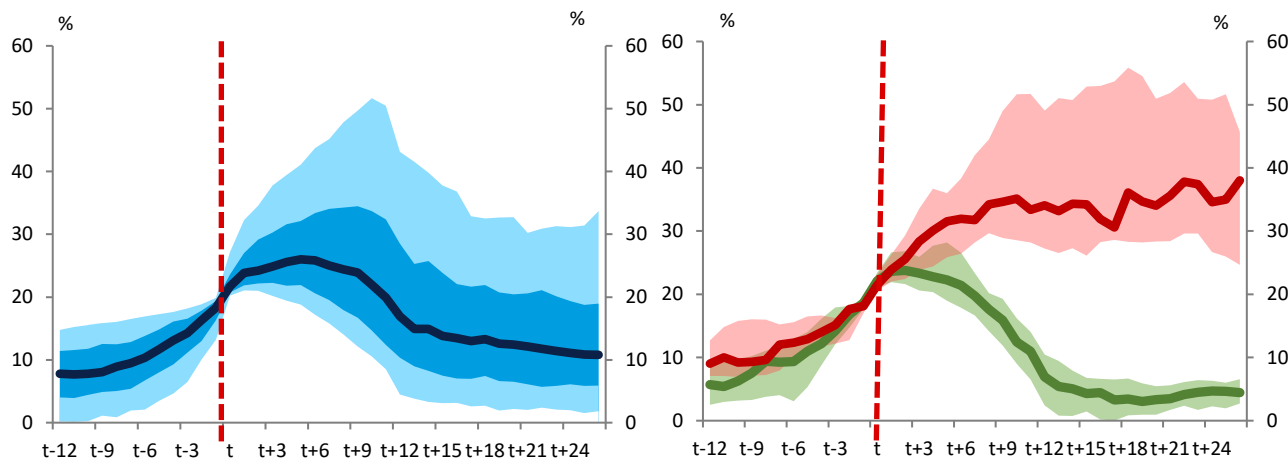
Vizsgálatunkban azon országokra és időszakokra fókuszálunk az elmúlt 50 év adatait felhasználva, ahol és amikor az infláció egy alacsony szintről indulva viszonylag gyorsan magas szintre, 20 százalék fölé emelkedett. Az esetek egy részében ezt követően gyors korrekció következett be, és az infláció ismét egyszámjegyű tartományba süllyedt. Számos esetben azonban az infláció tartósan magasán stabilizálódott. Előbbiekre, mint sikeres, utóbbiakra, mint sikertelen dezinflációs epizódokra hivatkozunk.

### 6.2.1. Magas inflációs kiugrások jellemzői

Elsőként a magas inflációs időszakok rövidtávú, gyors mérséklődésének megvalósulását vizsgáljuk havi adatokon. Magas inflációs időszakként azt a periódust tekintjük, amikor miután az éves alapon számolt infláció legalább 12 hónapig 20 százalék alatt tartózkodott, az alacsonyabb szintről legalább három hónapig 20 százalék fölé emelkedett. Sikeresen dezinfláló gazdaságokként azonosítjuk azokat, ahol 12 hónap után tartósan 10 százalék alá került az infláció, míg a sikertelen dezinflációs csoport esetén az infláció megugrását követő második évben végig 20 százalék fölött maradt az infláció. A köztes eseteket nem elemezzük részletesen. Kezdő időpontként azt a hónapot tekintjük, amikor az éves infláció átlépi a 20 százalékot (az ábrákon „t”-vel jelölve).

A magas inflációs periódusként azonosított 204 eset közül egy éven belül azok mintegy 25 százalékában, míg 2 éven belül is csak kevesebb, mint felében süllyedt 10 százalék alá az infláció (6-8. ábra, bal panel). Az összes eset zömében a 20 százalék fölé emelkedés előtt egy évvel még egyszámjegyű volt az infláció, azt követően pedig jellemzően még egy évig magas maradt. A következő évben már tipikus az inflációs ráta határozott csökkenése, azonban sok esetben ezt bázishatások is magyarázhatják.

6-8. ábra: A havi 20 százalék feletti inflációs epizódok eloszlása: összes epizód (bal panel), sikeres és sikertelen dezinflációk (jobb panel)



Megjegyzés: A baloldali ábrán 10, 25, 50, 75 és 90 százalékos percentilisek. A jobb oldali ábrán 25, 50, és 75 százalékos percentilisek. A folytonos vonal az 50. percentilis (medián). Zöld: sikeres, piros: sikertelen esetek.

Forrás: Világbank, saját számítás

A magas inflációs időszakot követően sikeresen dezinfláló gazdaságokban az esetek többségében nem csak egyszámjegyű tartományba, de 5 százalék alá is csökkent az inflációs ráta (6-8. ábra, jobb panel). Fontos azonban kiemelni, hogy a sikeres esetek egynegyede a globális pénzügyi válság időszakára esik, azaz a 2008-as nyersanyagár-emelkedés okozta globális inflációnak a legtöbb gazdaságban a globális válság vetett véget.

A sikertelen dezinflációs epizódok többségére jellemző volt, hogy amikor az infláció átlépte a 20 százalékos küszöböt, emelkedő tendenciája nem állt meg, és még ugyanabban az évben 30 százalék fölé emelkedett. Ráadásul az infláció az esetek közel 75 százalékában a következő egy évben is 30 százalék fölött alakult, és a második év végére is még az esetek több, mint kétharmadában 30 százalék fölött alakult. A sikertelen dezinflációk, a perzisztensen magasán ragadó inflációs időszakok megértésére azonban érdemes hosszabb távú elemzést végezni.

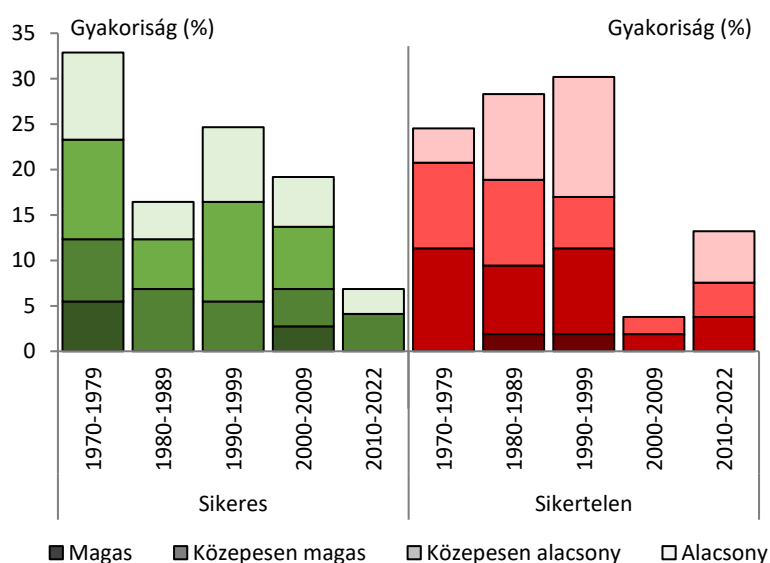
### 6.2.2. Magas inflációs időszakok makrogazdasági jellemzői

Éves adatokat használva lehetőség nyílik arra is, hogy egyéb makrogazdasági változók hosszabb távú alakulását is nyomon követhessük a megugró inflációs időszakokban. A továbbiakban a gazdasági növekedés, a monetáris hatóság által irányított kamatkörnyezet, a fiskális politika, valamint az árfolyam alakulását mutatjuk be a sikeres és sikertelen dezinflációs esetekben.

**Magas inflációs időszakokra alkotott definíciónk szerint olyan epizódokat vizsgálunk, amikor az éves átlagos infláció úgy emelkedett 20 százalék fölé, hogy a megelőző évben 20 százalék alatt, az azt megelőző évben pedig 10 százalék alatt tartózkodott.** A vizsgált esetek fele az 1990 előtti időszakokra esik, ugyanakkor a megváltozott monetáris politika, a jegybanki szerepkör kibővülése, az inflációs célkövetés rendszerének általános elterjedése ellenére 1990 után is számos epizód azonosítható.

**Az infláció ellen sikeresen, illetve sikertelenül harcoló országok csoportjait éves adatokon úgy definiáljuk, hogy az előbbiekben az infláció megugrását követő második évben 10 százalék alá süllyed a mutató, míg az utóbbiakban 20 százalék fölé maradt.** Sikeres epizódokból 73-at, sikertelenből 53-at találtunk az 1971-től 2022-ig terjedő időszakban. 40 eset egyik csoportba sem sorolható be (ezen esetekben 10 és 20 százalék közt alakult az infláció), így ezektől az elemzés további részében eltekintünk. A sikeres epizódok 40 százaléka az 1970-es évek elején vagy 2008-ban történt, vagyis olyan globális inflációs csúcsokkal estek egybe, amelyeket egy globális dezinflációs szakasz követett (6-9. ábra). A sikertelen esetek 28 százaléka 1990-es évek elején koncentrálódik, míg eloszlásuk 1970 és 1990 között egyenletes.

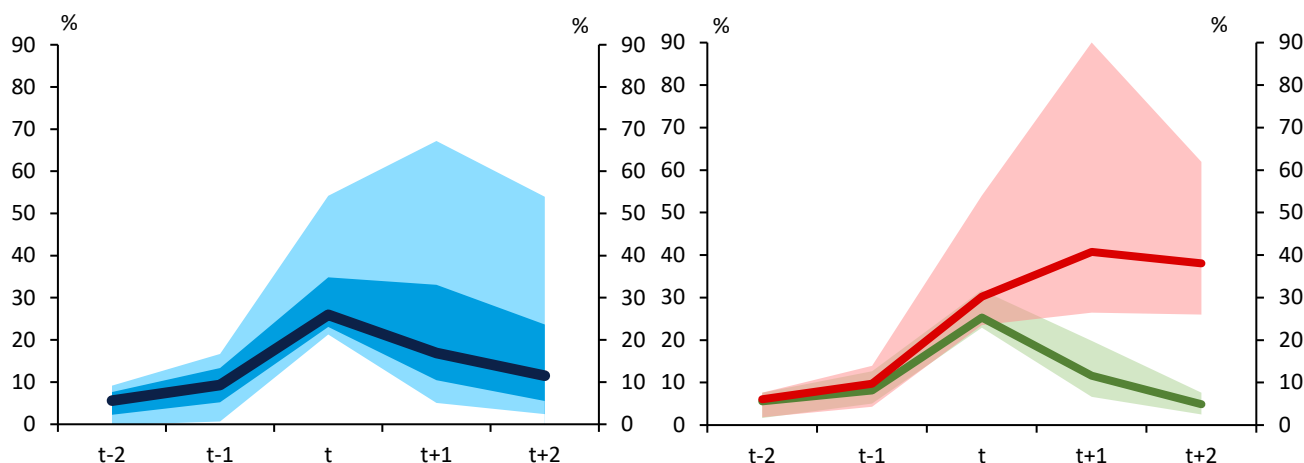
**6-9. ábra: Az éves átlagos 20 százalék feletti inflációs epizódok megoszlása a vizsgált időhorizonton az országok Világbank által klasszifikált 2021-es jövedelemszintje szerint**



Forrás: Világbank, saját számítás

**Az éves átlagos inflációt vizsgálva a magas inflációs periódusként azonosított esetek közül az epizódok egynegyedében a megugrást követő évben 10 százalék alá süllyedt az infláció, míg kétéves horizonton az esetek 44 százalékában volt egyszámjegyű tartományban az infláció (6-10. ábra, bal panel).** Hasonlóan a havi frekvencián vizsgált adatokhoz, a 10 százalék fölötti esetekben jelentős az infláció szóródása. A sikertelen esetekben az infláció megugrását további emelkedés követte egy évvel később, és az esetek felében 40 százalék felett stabilizálódott a ráta (6-10. ábra, jobb panel).

6-10. ábra: A 20 százalék feletti inflációs epizódok éves inflációs adatokon beazonosítva: összes epizód (bal panel), sikeres és sikertelen dezinflációk (jobb panel)

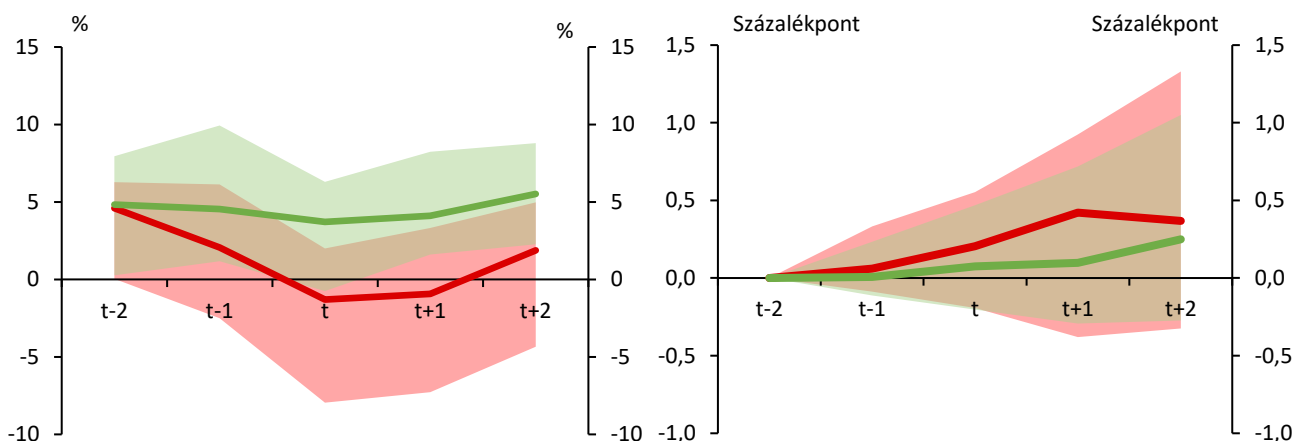


Megjegyzés: A sávos terjedelem a baloldali ábrán 10, 25, 75 és 90 százalékos percentilisek. A sávos terjedelem a jobb oldali ábrán 25 és 75 százalékos percentilisek. A folytonos vonal az 50. percentilis (medián). Zöld: sikeres, piros: sikertelen esetek.

Forrás: Világbank, saját számítás

**A sikeres és sikertelen epizódokban a reálgazdaság teljesítményét vizsgálva markáns különbség látható.** A sikeres esetek során nincs lényeges változás a reál GDP növekedési ütemében sem az inflációs megugrás előtt, sem azt követően. Ezzel szemben a magas inflációval jellemezhető esetekben a gazdaságokat lassulás jellemezte már az infláció megugrása előtt is, és az infláció megugrásának évében, valamint az azt követően az epizódok többségében zsugorodott a GDP (6-11. ábra, bal panel). A gazdasági zsugorodás dinamikája mind a fogyasztásban, mind az ipari termelés alakulásában megjelenik. A foglalkoztatottságban ugyanakkor nem rajzolódik ki szignifikáns eltérés a két csoport között (6-11. ábra, jobb panel).

6-11. ábra: A reál-GDP éves növekedése (bal panel) és a foglalkoztatottság alakulása (jobb panel) az infláció megugrását megelőző második évhez viszonyítva sikeres és sikertelen dezinflációs epizódokban



Megjegyzés: A sávos terjedelem a 25 és 75 százalékos percentilisek. A folytonos vonal az 50. percentilis (medián). Zöld: sikeres, piros: sikertelen esetek.

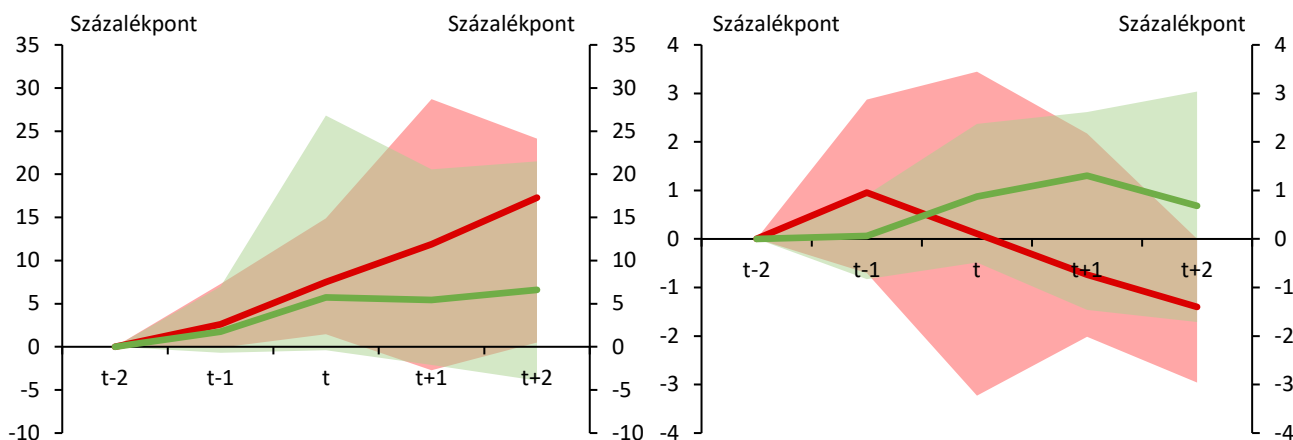
Forrás: Világbank, IMF

**A fiskális egyensúly és az államadósság alakulása fontos előfeltétele lehet az infláció letörésének, ahogyan az a sikeres, illetve a sikertelen dezinflációs esetek közti eltérésben látszik.** A GDP-arányos államadósság az infláció megugrását megelőző időszakban mindkét csoportban hasonlóan, jellemzően mintegy 5-7 százalékpontot emelkedik (6-12. ábra, bal panel). A magas inflációt követő években a sikeres esetekben megáll a növekedés, a sikertelen esetekben azonban folytatódik, és a medián emelkedés 2 évvel később meghaladja a 17 százalékpontot. A sikeres csoportban a költségvetési egyenleg már az infláció magas szintekre ugrásának évében jellemzően javul, és meg is marad a szigorú szinteken (6-12. ábra, jobb panel). Ezzel ellentétben a sikertelen dezinflációs esetekben a költségvetési egyensúly határozottan romlik az



infláció megugrásától kezdődően, mindez az államadósság ráta jelentős emelkedéséhez vezet a sikeresen dezinfláló országcsoporthoz képest

**6-12. ábra: A GDP-arányos államadósság (bal panel) és költségvetési egyenleg (jobb panel) százalékos változása az infláció megugrását megelőző második évhez viszonyítva sikeres és sikertelen dezinflációs epizódokban**

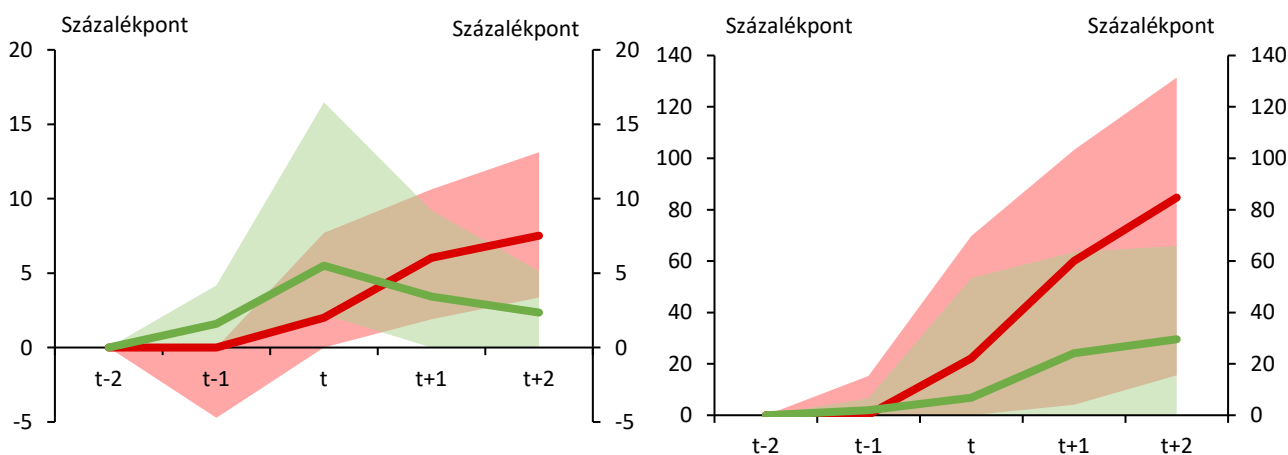


Megjegyzés: A sávok terjedeleme a 25. és 75. százalékos percentilisek. A folytonos vonal az 50. percentilis (medián). Zöld: sikeres, piros: sikertelen esetek.

Forrás: Világbank, IMF

**A rövid lejáratú kamatok, amelyek alapvetően a monetáris politikai reakciót tükrözik, mindkét csoportban növekedtek** (6-13. ábra). A sikeres dezinflációk során a kamatok nagyobb mértékben emelkedtek a magas inflációs szint elérése előtti évben is az infláció növekedésével párhuzamosan, majd némileg csökkent a dezinflációs szakaszban. A sikertelen országok esetében a rövid kamatok tovább emelkedtek az infláció megugrását követő 2 év során is. Megjegyzendő azonban, hogy megfelelő kamatadatok a vizsgált országok csak szűk körére érhetők el, így ezt az eredményt jelentős bizonytalanság övezi.

**6-13. ábra: A rövid lejáratú kamatok százalékos (bal panel) és a dollárhoz viszonyított árfolyam százalékos (jobb panel) változása az infláció megugrását megelőző második évhez viszonyítva sikeres és sikertelen dezinflációs epizódokban**



Megjegyzés: A sávok terjedeleme a 25. és 75. százalékos percentilisek. A folytonos vonal az 50. percentilis (medián). Zöld: sikeres, piros: sikertelen esetek.

Forrás: Világbank, IMF, BIS

**Az árfolyam gyakorlatilag az összes vizsgált országban leértékelődött.** A sikertelen esetekben jóval nagyobb mértékű volt a leértékelődés, mint a sikeres esetek során: előbbiekben az időszak végére a medián érték közel 90 százalékkal, míg utóbbiakban 30 százalékkal csökkent a fizetőeszköz dollárban kifejezett értéke.

### 6.2.3. Összegzés

**Összességében megállapítható, hogy a sikeresen dezinfláló országok gyorsabban és intenzívebben emelték a kamatokat, valamint korábban tudták a kamatcsökkentést megkezdeni. A sikertelen esetekben az infláció magas szinten történő beragadása lassabban és később emelkedő, de hosszabb távon magasabb kamatokat eredményezett.** A sikeres esetek során a GDP-növekedés alig változott, míg a sikertelen esetekben jelentős reálgazdasági lassulás következett be. Az infláció leküzdésében a fiskális politikának is fontos szerepe van az aggregált kereslet alakítása miatt. Emellett a fiskális oldalon a GDP-arányos államadósság a sikeres esetekben a magas inflációt megelőző emelkedését követően stabilizálódott, és nem emelkedett tovább. A sikertelen esetekben az államadósság az inflációs sokk ellenére tovább nőtt, mely tartósan romló költségvetési egyenleggel is párosult. Bár az elemzés nem irányult ok-okozati összefüggések feltárására, az elmúlt 50 év infláció és dezinflációs tapasztalatai arra utalnak, hogy a fegyelmezett monetáris és fiskális reakció hozzájárul az infláció nagyobb megugrásainak mérsékléséhez.

### 6.3. Az MNB lépéseinek hatására október 14-e óta számottevően javultak pénzügyi mutatóink, megőriztük stabilitásunkat

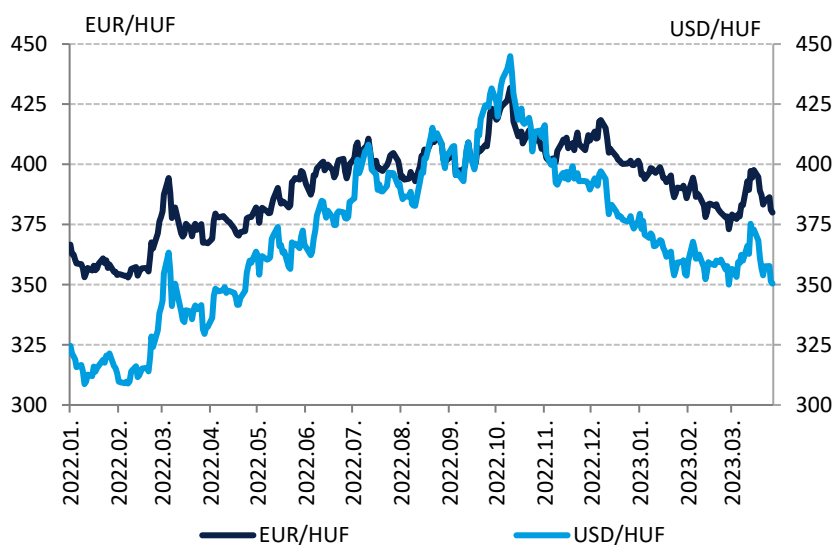
A tavalyi év során pénzügyi mutatóink nagymértékben romlottak, melyekre az MNB határozott lépésekkel reagált. Nagyrészt ennek köszönhető, hogy a forint október közepe óta globálisan a legjobban teljesítő deviza lett. Ezzel párhuzamosan pénzügyi mutatóink széles köre mutat határozott javulást.

A kedvezőtlenre forduló külső környezet és egyes országspecifikus sérülékenységi faktorok hatására a hazai piacokon **2022 október közepére olyan kritikus helyzet alakult ki, ami egy súlyosabb spekulatív pénzügyi támadással és piacaink destabilizációjával** fenyegetett. A jegybank ebben a kritikus helyzetben határozott lépésekkel biztosította az árstabilitáshoz nélkülözhetetlen piaci stabilitás helyreállítását.

Az MNB **egy rendkívüli intézkedéssel a korábbiaknál jelentősen magasabb kamatozású egynapos eszközök bevezetéséről döntött**. Mivel az egyes részpiacokon eltérő hatékonysággal érvényesültek az új kamatkondíciók, az infláció elleni küzdelemben kulcsfontosságú lett a monetáris transzmisszió erősítése. A jegybank már a rendkívüli lépéseket megelőzően, szeptember végén bevezetett intézkedései, így **az átalakított kötelező tartalékrendszer, az egyhetes diszkontkötvény és a hosszú betét is ezt szolgálták**, amelyek alkalmazása az októberi turbulens piaci környezetben még hangsúlyosabbá vált. Ezek a lépések azt szolgálták, hogy a pénzügyi piacok minden fontosabb szereplőjénél hatékonyabban érvényesüljenek a szigorúbb monetáris kondíciók és fennmaradjon az infláció elleni küzdelem szempontjából nélkülözhetetlen piaci stabilitás.

**A forint árfolyamában és az egyéb kockázati indikátorokban látott október közepi fordulat egyértelműen az MNB rendkívüli intézkedéseire köthető. A jegybanki lépéseknek és kommunikációnak kulcsszerepe volt a kockázati megítélés elmúlt időszakban bekövetkezett javulásában.** Természetesen számos egyéb külső és belső tényező is befolyásolta a piaci folyamatokat az elmúlt hónapokban: kedvező fejlemény volt például a december eleji uniós megállapodás. Annak érdekében, hogy az MNB a monetáris transzmisszió hatékonyságát tovább erősítse és a kritikus FX-swappiacon helyreállítsa az egyensúlyt, januárban a korábban bevezetett **egyhetes diszkontkötvények újbóli, rendszeres használta** mellett döntött. Az intézkedés tapasztalatai kedvezők. Az utóbbi hónapok lépései **érdemben javították a swappiac egyensúlyát és a monetáris transzmissziót.**

6-14. ábra: A forint árfolyamának alakulása



Forrás: Bloomberg.

A pénzügyi folyamatokban bekövetkező javulásnak számos kézzelfogható jele van. A jegybank lépéseink köszönhetően **az elmúlt időszak legjobban teljesítő devizája lett a forint** – a dollárral szemben közel 25 százalékos mértékben erősödött október 13 óta (6-1. táblázat). A forint/euro és a forint/dollár árfolyam így jelenleg tavaly május óta nem látott szintek közelében alakul (380 forint/euro és 350 forint/dollár).

6-1. táblázat: A legjobban teljesítő devizák a dollárral szemben 2022. október 14. óta

Ország	Pénznem	Teljesítmény (%)
<b>Magyarország</b>	<b>HUF</b>	<b>25,2</b>
Chile	CLP	18,4
Csehország	CZK	15,4
Costa Rica	CRC	14,7
Albánia	ALL	13,9
Lengyelország	PLN	13,8
Sri Lanka	LKR	12,2
Thaiföld	THB	11,6
Francia Polinézia	XPF	11,5
Irak	IQD	11,5

Forrás: Bloomberg.

A forint elleni spekulatív pozíciók jelentősen, közel 450 milliárd forinttal csökkentek október közepe óta. Ennek hátterében egyrészt az októberi spekulatív folyamatok elhárítása és megfordítása, valamint az FX-swappiaci forint túlkínálat enyhítése áll. Az október közepe óta bevezetett intézkedésekkel az MNB úgy volt képes tovább emelni a forint elleni pozíciók felvételének költségét és növelni a forinteszközök vonzerejét, hogy közben nem kellett tovább szigorítania a jegybanki eszközök kamatkondícióin.

A lépések hatására CDS felárunk is érdemben korrigált (több mint 100 bázispontot csökkent október közepi csúcsához képest). A külföldiek állampapír állománya újra növekedésnek indult, és több mint 1200 milliárd forinttal emelkedett (6-2. táblázat). Végül kedvező hatásként említhető az is, hogy az 5 éves állampapír hozam az intézkedéseket követő 1 hónapban 320 bázisponttal csökkent.

6-2. táblázat: Főbb pénzügyi mutatóink alakulása 2022. október 14. óta

	CDS (bp)	árfolyam (ft, %)	volatilitás (%)	német 5 éves ÁP felár (bp)	lengyel 5 éves ÁP felár (bp)	forint elleni spekulatív pozíciók (mrd ft)	külföldiek ÁP állománya (mrd ft)
Október 13.	293	429	16	957	370	662	5414
Március 29.	177	380	14	682	315	211	6646
<b>Javulás okt. 13 óta</b>	<b>-116</b>	<b>11</b>	<b>-2</b>	<b>-275</b>	<b>-55</b>	<b>-451</b>	<b>1232</b>

Megjegyzés: A spekulatív pozíciók esetében csak a változás informatív, az állományi adatok nem. ÁP: Állampapír.

Forrás: Bloomberg.

Össességében a hazai piacokon kirajzolódó jelentős október közepi fordulat és az azóta látott javulás megindulása egyértelműen a jegybank október közepi intézkedéseire köthető, amit azóta több jegybanki lépés is megerősített. Ugyanakkor fontos felhívni rá a figyelmet, hogy a kockázati környezet tavalyi romlásának hátterében húzódozó külső és belső tényezők – bár több esetben kedvező irányba változtak, de - nem tűntek el az elmúlt hónapokban.

## 7. A 2023. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása

7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódo hatásra (százalékpont, illetve százalék)

	Inflációs hatás 2023-ra		
	Áthúzódo hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	1,8	0,1	1,9
Piaci	10,5	4,0	14,5
Indirekt adók és intézkedések	0,4	0,4	0,8
<b>Infláció</b>	<b>12,7</b>	<b>4,5</b>	<b>17,2</b>

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az úgynevezett áthúzódo hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzódo hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi árváltozásokból adódik, míg a bejövő hatás az aktuális év új árváltozásainak hozzájárulása az éves változáshoz. Az áthúzódo és bejövő hatásokat megbontottuk a fogyasztóiár-index egyes csoportjai szerint is, továbbá kiszámítottuk az indirektadó-intézkedések, a szabályozott árak és a piaci árak (indirektadó-intézkedések nélküli nem szabályozott árak) változásából adódó inflációs hatásokat is. A részadatok összegei a kerekítés miatt eltérhetnek az aggregált értékektől.

Forrás: MNB

7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódo és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék)

	2023				Átlagos éves index
	Átlagos áthúzódo hatás	Áthúzódo indirektadó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirektadó-hatás	
Élelmiszerek	21,9	0,0	4,1	0,0	26,0
nem feldolgozott	14,9	0,0	2,1	0,0	17,0
feldolgozott	25,1	0,0	5,1	0,0	30,2
Ipari termékek	8,5	0,1	5,1	0,0	13,7
tartós	5,5	0,0	2,4	0,0	7,9
nem tartós	10,1	0,1	5,4	0,0	15,6
Piaci szolgáltatások	7,1	0,0	8,3	0,0	15,4
Piaci energia	37,6	0,0	2,1	0,0	39,7
Alkohol, dohány	3,5	2,5	5,4	2,5	13,9
Üzemanyag	19,7	2,6	-3,6	2,3	21,0
Szabályozott árak	13,5	0,0	0,9	0,0	14,4
<b>Infláció</b>	<b>12,3</b>	<b>0,4</b>	<b>4,1</b>	<b>0,4</b>	<b>17,2</b>
Maginfláció	11,7	0,0	6,4	0,0	18,1

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az úgynevezett áthúzódo hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzódo hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi árváltozásokból adódik, míg a bejövő hatás az aktuális év új árváltozásainak hozzájárulása az éves változáshoz. Az áthúzódo és bejövő hatásokat megbontottuk a fogyasztóiár-index egyes csoportjai szerint is, továbbá kiszámítottuk az indirektadó-intézkedésekből adódó inflációs hatásokat is. A részadatok összegei a kerekítés miatt eltérhetnek az aggregált értékektől.

Forrás: MNB

# Ábrák és táblázatok jegyzéke

## Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása .....	12
1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája .....	13
1-3. ábra: Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója .....	13
1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája .....	16
1-5. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése .....	17
1-6. ábra: A lakossági reáljövedelem dekompozíciójának éves alakulása .....	17
1-7. ábra: A háztartási szektor hitelállományának éves változása .....	18
1-8. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában .....	18
1-9. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása .....	19
1-10. ábra: Az exportpiaci részesedés változása .....	19
1-11. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása .....	20
1-12. ábra: A foglalkoztatás alakulása a versenyszférában .....	20
1-13. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása .....	21
2-1. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre .....	24
3-1. ábra: A GDP szintjének alakulása .....	29
3-2. ábra: A világ ipari termelésének és a világkereskedelemnek az alakulása .....	30
3-3. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása .....	30
3-4. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban .....	31
3-5. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban .....	31
3-6. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai és német állampapírhozamok alakulása .....	33
3-7. ábra: A GDP éves változása 2022. negyedik negyedévben az Európai Unió országaiban .....	34
3-8. ábra: A GDP éves változásának felhasználás oldali dekompozíciója .....	34
3-9. ábra: A GDP éves változásának termelés oldali dekompozíciója .....	35
3-10. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések és az online pénztárgépek forgalmának éves változása .....	35
3-11. ábra: Lakáspiaci tranzakciók száma településtípusonként .....	36
3-12. ábra: A beruházások éves változásának felbontása .....	36
3-13. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása .....	37
3-14. ábra: A hazai ipari termelés éves változásának ágazati felbontása .....	37
3-15. ábra: Az építőipari termelés éves változása .....	38
3-16. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása .....	39
3-17. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása .....	39
3-18. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása .....	40
3-19. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felméréseiben .....	40
3-20. ábra: A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók .....	40
3-21. ábra: A GDP és a foglalkoztatottak számának változása (bal panel) és az újonnan kiírt üres álláshelyek számának alakulása (jobb panel) a 2008-as és a 2022-es gazdasági visszaesés folyamán .....	41
3-22. ábra: A 15 és 65 évesek számának alakulása .....	42
3-23. ábra: A munkahelyváltók számának alakulása .....	43
3-24. ábra: A működési eredmény és a bérek éves emelkedése .....	44
3-25. ábra: Értékesítési árak várható változása a következő 3 hónapban .....	45
3-26. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban .....	46
3-27. ábra: A világgpiaci élelmiszerárak alakulása .....	47
3-28. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása .....	47
3-29. ábra: A fogyasztói árak havi árváltozásának alakulása üzemanyagok és szabályozott árak nélkül .....	48

3-30. ábra: Az infláció dekompozíciója .....	48
3-31. ábra: Az inflációs alapmutatók .....	48
3-32. ábra: Az iparcikkek árváltozása .....	49
3-33. ábra: Az iparcikkek havi árváltozásának alakulása .....	49
3-34. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása .....	49
3-35. ábra: Inflációs várakozások a régióban .....	50
3-36. ábra: A feldolgozóipar és a piaci szolgáltatószektor bruttó működési eredménye és az iparcikkek és piaci szolgáltatások súlyozott átlagának becsült árrése .....	51
3-37. ábra: Az infláció felbontása .....	51
3-38. ábra: Az egyes inflációs altételek becsült árréseinek kumulált változása 2019 átlagához képest (bal panel), a benzin és a gázolaj árában megfigyelhető árrés alakulása (jobb panel) .....	52
3-39. ábra: Feldolgozatlan (bal panel) és a feldolgozott élelmiszerek (jobb panel) havi átárázása .....	53
3-40. ábra: Az élelmiszer résztételek éves inflációjának változása, 2023. január (belül) és február (kívül) .....	53
3-41. ábra: Az online felmért élelmiszerár-index alakulása.....	54
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői .....	55
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása .....	55
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya.....	56
4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása .....	56
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása .....	56
4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába .....	57
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részszegekben .....	57
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje.....	58
4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegekben .....	58
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei .....	59
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása .....	59
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint .....	60
5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása.....	60
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása .....	61
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása .....	62
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása.....	63
5-8. ábra: A kormányzati szektor eredményszemléletű egyenlege.....	64
5-9. ábra: Az adó- és járulékbévételek előző év azonos hónapjához viszonyított alakulásának 3 havi mozgóátlaga 2020-2023-as időszakban.....	65
5-10. ábra: Az államadósság várható alakulása .....	66
6-1. ábra: A 2022- es inflációra vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések .....	67
6-2. ábra: Az olajárakra vonatkozó feltevések.....	68
6-3. ábra: A 2022-es GDP növekedésre vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések .....	68
6-4. ábra: A 2022-es GDP felhasználás oldali dekompozíciójára vonatkozó MNB-előrejelzések .....	69
6-5. ábra: A 2022-es versenyszféra létszámindexre vonatkozó MNB-előrejelzések .....	70
6-6. ábra: A 2022-es versenyszféra bérindexre vonatkozó MNB-előrejelzések .....	70
6-7. ábra: A globális infláció alakulása 1971-2022 között: a medián infláció alakulása a teljes időtávon (bal panel), valamint a medián infláció alakulása a nagyobb globális inflációs időszakok előtt és után 2 évvel (jobb panel) .....	71
6-8. ábra: A havi 20 százalék feletti inflációs epizódok eloszlása: összes epizód (bal panel), sikeres és sikertelen dezinflációk (jobb panel) .....	72
6-9. ábra: Az éves átlagos 20 százalék feletti inflációs epizódok megoszlása a vizsgált időhorizonton az országok Világbank által klasszifikált 2021-es jövedelemszintje szerint .....	73
6-10. ábra: A 20 százalék feletti inflációs epizódok éves inflációs adatokon beazonosítva: összes epizód (bal panel), sikeres és sikertelen dezinflációk (jobb panel) .....	74
6-11. ábra: A reál-GDP éves növekedése (bal panel) és a foglalkoztatottság alakulása (jobb panel) az infláció megugrását megelőző második évhez viszonyítva sikeres és sikertelen dezinflációs epizódokban .....	74

6-12. ábra: A GDP-arányos államadósság (bal panel) és költségvetési egyenleg (jobb panel) százalékpontos változása az infláció megugrását megelőző második évhez viszonyítva sikeres és sikertelen dezinflációs epizódokban.....	75
6-13. ábra: A rövid lejáratú kamatok százalékpontos (bal panel) és a dollárhoz viszonyított árfolyam százalékpontos (jobb panel) változása az infláció megugrását megelőző második évhez viszonyítva sikeres és sikertelen dezinflációs epizódokban .....	75
6-14. ábra: A forint árfolyamának alakulása.....	77

### Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei .....	13
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása .....	14
1-3. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása .....	18
1-4. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest .....	22
1-5. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....	23
3-1. táblázat: A termelés, foglalkoztatás, beruházás alakulása az építőiparban és a feldolgozóipar egyes ágazataiban....	42
5-1. táblázat: A GDP-arányos külkereskedelmi egyenleg alakulása .....	61
5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók.....	63
6-1. táblázat: A legjobban teljesítő devizák a dollárral szemben 2022. október 14. óta.....	78
6-2. táblázat: Főbb pénzügyi mutatóink alakulása 2022. október 14. óta.....	78
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzó hatásra .....	79
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzó és bejövő hatásra.....	79





---

# Hunyadi Mátyás

(1443. február 23. – 1490. április 6.)

1458 és 1490 között uralkodott, mint magyar király, 1469-től cseh király, 1486-tól Ausztria hercege. A magyar hagyomány az egyik legnagyobb magyar királyként tartja számon, akinek emlékét sok népmese és monda őrzi. Nevezik Corvin Mátyásnak, igazságos Mátyás királynak, hivatalosan I. Mátyásnak, de a köznyelv egyszerűen csak Mátyás királyként emlegeti.

Apja Hunyadi János kormányzó, a középkori Magyar Királyság egyik legkiemelkedőbb hadvezére, aki győztesen vívta meg az 1456-os nándorfehérvári csatát. Mátyás anyja Szilágyi Erzsébet, testvére pedig Hunyadi László. Hunyadi János kisebbik fiát, a későbbi királyt hatéves koráig anyja és dajkája nevelte, majd tanítók felügyelete alá került. Hunyadi János nem lovagi műveltséget szánt a fiának: előbb Szánoki Gergely lengyel humanista, majd Vitéz János vezette be a gyermeket a tudás birodalmába. Mátyást humanista szellemben, sokoldalú, érdeklődő emberré nevelték, tanították egyház- és államjogra, művészetekre, latinra. A magyar mellett németül és csehül is beszélt.

V. László halála után nagybátyja, Szilágyi Mihály és a Hunyadi-párt fegyveres erejének nyomására 1458. január 24-én Mátyást királlyá választották. Már uralkodásának elején gondja támadt mind a főurakkal, mind pedig III. Frigyes német-római császárral. Mivel a király még kiskorú volt, az országgyűlés Szilágyi Mihályt nevezte ki mellé kormányzónak. Mátyás azonban nem tűrte a gyámkodást és háttérbe szorította nagybátyját, aki erre összeesküvést szőtt a király ellen. A törökkel vívott csatából hazatérő király a pártütőket elfogatta, nagybátyját pedig várfogságra ítélte, amit Szilágyinak Világos várában kellett letöltenie.

Mátyás trónra kerülésekor a kincstár éves bevétele nem sokkal haladhatta meg a 110-120 ezer forintot. Harminckét éves uralkodása alatt a király elérte, hogy az adóbevétel a korábnak sokszorosára emelkedjen. Az ismert adókvetések átlagát alapul véve, illetve a cseh és osztrák tartományokból származó bevételek nélkül ez az összeg évi 628 ezer forint körül lehetett, a leggazdagabb években pedig elérhette a 900 ezer aranyforintot is. Ez még így is jóval szerényebb összeg volt, mint a kor nyugati nagyhatalmainak éves bevétele. Ahhoz, hogy a kincstár alacsony bevételeit emelhesék, reform jellegű, átfogó pénzügyi intézkedésekre volt szükség. Mátyás felismerte, hogy megoldást csak egy központosított, az egész országra kiterjedő pénzügyi rendszer jelenthet, a királyi jövedelmeknek egy kézbe, a kincstartóhoz kell befutnia. Mátyás reformjait az országgyűlés elfogadta, és rendeleteit 1467. március 25-én ki is hirdették.

A királyi udvarban zajló, az akkori Európa műveltségének legjavát képviselő kulturális életről képet kaphat az utókor a feltárt és részben helyreállított visegrádi palotában. Mátyás ránk maradt művelődéstörténeti hagyatékának legjelentősebb darabjai az egykori királyi könyvtár fennmaradt, gazdagon illusztrált kötetei, a corvinák.

## **INFLÁCIÓS JELENTÉS**

**2023. március**

Nyomda: Prospektus Kft.

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1013 BUDAPEST, KRISZTINA KÖRÚT 55.