



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2023
JÚNIUS

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

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2023
JÚNIUS

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1013 Budapest, Krisztina körút 55.

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. június 15-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 értékelése	29
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése	38
3.3. Munkaerőpiac	45
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója	47
3.5. Költségek és infláció	48
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	56
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	56
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	58
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	60
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	60
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	64
5.3. Költségvetési folyamatok	66
6. Kiemelt témák	70
6.1. Miért váltak el a munkaerőpiaci és a reálgazdasági folyamatok?	70
6.2. Egyre jobban beérnek a monetáris politika dezinflációs hatásai	75
Ábrák és táblázatok jegyzéke	80

Keretes írások jegyzéke

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink	14
3-1. keretes írás: A termelési láncok normalizálódása	34
3-2. keretes írás: Profit és infláció: nemzetközi és hazai tapasztalatok	43
3-3. keretes írás: Miért figyeljünk a maginflációra?	51
3-4. keretes írás: Mi okozza az infláció európai fordulatát?	54
5-1. keretes írás: Trendszerű javulás a folyó fizetési mérlegben: cserearány és reálgazdaság	62
5-2. keretes írás: A 2024-es költségvetési intézkedések hatásai	69

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.

2023 első negyedévében a meghatározó gazdaságok többségében az elemzői várakozások felett alakult a gazdasági növekedés. A nemzetközi konjunktúra – és különösképpen az európai gazdasági kilátások – alakulására továbbra is jelentős kockázatot jelent a folytatódó orosz-ukrán háború és az arra reagáló szankciós politikák.

2023 első negyedévében az Egyesült Államokban és Kínában éves alapon gyorsult, miközben az Európai Unióban tovább lassult a gazdasági növekedés üteme. Az USA gazdasága az év első három hónapjában 1,6 százalékkal bővült éves alapon. Kínában a szigorú járványügyi korlátozások feloldásának köszönhetően 4,5 százalékos éves növekedést regisztráltak 2023 első negyedévében. Ugyanebben az időszakban az EU és az eurozóna gazdasága 1,0 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország kibocsátása 2023 első negyedévében 0,5 százalékkal mérséklődött éves alapon. Az energiaárak csökkenése enyhíti az európai energiaválság negatív hatásait, ami a kontinens konjunktúrakilátásainak javulását vetíti előre. Ugyanakkor az európai gazdasági kilátások alakulására továbbra is jelentős kockázatot jelent az elhúzódó orosz-ukrán háború és az ehhez kapcsolódó szankciók.

Májusban az Európai Unióban tovább mérséklődött a fogyasztóiár-index. Az infláció továbbra is a historikusan magas szintek közelében alakul a világ gazdaságaiban, azonban a globális folyamatok az árindexek folytatódó mérséklődését vetítik előre.

A globális kereslet gyengülése, az energia- és a nyersanyagárak korrekciója, illetve a nemzetközi szállítási költségek csökkenése az inflációs ráták folytatódó süllyedésének irányába mutat. Az Egyesült Államokban folytatódott az infláció 2022 júliusa óta tartó lassulása. Az eurozónában 6,1 százalékon alakult az infláció májusban. A régiós országokban továbbra is kétszámjegyű áremelkedést regisztráltak: a nemzeti statisztikai hivatalok adatai alapján hazánkban 21,5, Szlovákiában 12,3, Csehországban 11,1, Romániában pedig 10,6 százalékkal emelkedtek az árak májusban.

Az elmúlt negyedév során a globálisan meghatározó jegybankok tovább szigorították a monetáris kondíciókat. A régiós jegybankok szinten tartották az alapkamatot.

A Federal Reserve (Fed) júniusi kamatdöntő ülésén változatlan szinten, 5,00–5,25 százalékon tartotta az irányadó ráta célsávját a májusi 25 bázispontos emelést követően. Ugyanakkor a Nyíltpiaci Bizottság valamennyi tagja szerint év végéig némi további szigorítás indokolt. A márciusban kialakult pénzügyi turbulencia miatt bevezetett likviditásnyújtó intézkedések következtében átmenetileg jelentősen emelkedett a Fed mérlegfőösszege, majd fokozatosan visszakorrigált. Az Európai Központi Bank (EKB) a korábbinál lassabb ütemben folytatta kamatemelési ciklusát, májusi és júniusi kamatdöntő ülésén 25-25 bázisponttal emelte az irányadó rátákat. Továbbá a jegybank bejelentette, hogy júliustól leállítja az APP program keretében vásárolt, lejárárt értékpapírok újrabefektetését, így az eszközállomány gyorsabb ütemben épül le.

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 alapkamatot. A jegybank továbbra is kész megakadályozni a cseh korona árfolyamának túlzott ingadozását. A román jegybank szintén 7 százalékon tartotta az irányadó rátát. A Magyar Nemzeti Bank az alapkamatot tavaly szeptember óta 13 százalékon tartja, míg az egynapos betéti gyorstender kamatát májusban és júniusban 100-100 bázisponttal 16 százalékra mérsékelte.

Az elmúlt negyedévben összességében javult a befektetői hangulat. Az amerikai bankcsődöket követően enyhültek az Európára is áttérjedő piaci turbulenciák. A javuló befektetői kockázatvállalási kedvet a meghatározó jegybankok monetáris politikájával kapcsolatos várakozások, a beérkezett makrogazdasági adatok, valamint a tovább mérséklődő nyersanyagárak támogatták.

Az elmúlt negyedévben alapvetően a bankrendszeri feszültségek, a globálisan meghatározó jegybankok kamatemelési pályájára vonatkozó várakozások és az amerikai adóssághatár körüli vitát övező bizonytalanság befolyásolta az eszközárak alakulását. A beérkezett makrogazdasági adatok alapján enyhülő amerikai recessziós félelmek és a kínai gazdaság növekedésével kapcsolatos várakozások szintén hatással voltak a befektetői hangulatra. A fejlett gazdaságokban az elsődleges inflációs mutatók már enyhültek az elmúlt hónapokban, ugyanakkor a maginflációs mutatók csak jóval lassabb ütemben mérséklődtek. Az orosz-ukrán háború jelentette bizonytalanság állandósult, ami továbbra is negatívan befolyásolja a befektetői hangulatot. A Fed és az EKB szigorú monetáris politikájának fennmaradását árazza jelenleg a piac, a március végi várakozásokhoz képest az első kamatcsökkentés lehetősége mindkét jegybank esetében későbbre tolódott.

A nyersanyag- és az energiaárak összességében enyhén csökkentek az elmúlt negyedév során. Az európai gáz ára kétéves mélypontra ért, majd az időszak végén határozott emelkedésbe kezdett. Az árak mérséklődését eleinte a gáztárolók magas töltöttsége, valamint a cseppfolyósított földgáz bőséges kínálata támogatta, majd az időszak végén a magas átlaghőmérséklet okozta jelentős energiakereslet következtében emelkedtek az árak. A dollár enyhén gyengült az euróval szemben. Mind a fejlett piaci hosszú kötvényhozamok, mind a tőzsdeindexek összességében emelkedtek az időszak során. A feltörekvő piaci tőzsdeindexek emelkedtek, míg a hosszú kötvényhozamok vegyesen alakultak az elmúlt negyedévben.

Az elmúlt negyedévben tartósan javult a hazai pénzügyi piacok stabilitása, illetve hazánk kockázati megítélése. A hazai bankközi hozamok, valamint az állampapírpiazi hozamok számottevően csökkentek. A forint a vizsgált időszak nagy részében erősödött az euróval szemben, és több mint egy éves csúcsa közelében alakult, ugyanakkor az időszak végén kismértékben gyengült.

Az 5 éves hitelkockázati (CDS) felár az előző negyedévi jelentős mérséklődést követően március vége óta stabilan alakult, míg az állampapírpiazi hozamgörbe lejjebb tolódott. A bankközi kamatok az állampapírpiazi hozamoknál kisebb mértékben, de szintén mérséklődtek, és a devizaswaphozamok is lejjebb kerültek. A rövid oldali pénzügyi hozamok minden részpiacra leköverték az effektív kamat csökkentését. A forint az időszak során kisebb korrekciók mellett, az időszak végi gyengülés ellenére összességében közel 2,2 százalékkal erősödött az euróval szemben.

2023 folyamán egyre markánsabban jelentkezik a szigorú monetáris politika, a csökkenő globális nyersanyagárak, a mérséklődő hazai fogyasztás és a kormányzat piaci versenyt erősítő lépéseinek árleszorító hatása. A dezinfláció üteme tovább gyorsul, így az év végére várhatóan egyszámjegyűvé válik az infláció. Az árstabilitás elérése érdekében azonban a fogyasztóiár-index további csökkenése szükséges 2024-ben.

Az infláció januári tetőzése óta folyamatosan csökken, aminek hátterében elsősorban az áprilisban negyedik hónapja mérséklődő élelmiszer-infláció áll. Előretekintve az éves árdinamika folytatódó csökkenését külső és belső tényezők egyaránt támogatják. Az energia- és a nyersanyagárak, valamint a szállítási költségek az utóbbi hónapokban a háború kitörése előtti szinteken alakultak, az értékláncokban lévő feszültségek oldódtak, emellett a globális konjunktúra lassulása tovább fekezi a külső inflációt. 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 inflációban tapasztalható átárazások már megfelelnek a historikus átlagnak, azonban a maginfláció havi változása magasabban alakul. Az inflációhoz hasonlóan a maginfláció emelkedését is elsősorban költségsokkok, illetve a jelentősen emelkedő vállalati profitok okozták, hatásuk azonban a maginflációban később jelent meg és tartósabban fennmarad, ami elsősorban a piaci szolgáltatások jelentősebb áremelkedésében tükröződik. A jövő évre várt inflációs pálya az adóintézkedésekhez köthetően enyhén feljebb tolódott márciushoz képest, így a fogyasztóiár-index 2025 elején tér vissza a jegybanki toleranciasávba. Éves átlagban az infláció az idei évben 16,5–18,5, 2024-ben 3,5–5,5, míg 2025-ben 2,5–3,5 százalék között alakulhat.

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. 2023-ban a reálbérek csökkenése, a vállalati költségek emelkedése, valamint az óvatossá váló fogyasztói és beruházói döntések egyaránt hozzájárulnak a belső kereslet mérséklődéséhez, míg a nettó export támogatja a GDP bővülését. Az idei gazdasági teljesítményt a tavalyi aszályos év után korrigáló mezőgazdasági növekedés is javítja.

A hazai GDP 2023 első negyedévében 0,9 százalékkal csökkent. Az előző negyedévhez képest a gazdaság teljesítménye 0,3 százalékkal mérséklődött, így három egymást követő negyedévben csökkent a GDP szintje. A háztartások fogyasztása a romló jövedelmi folyamatok és a magas infláció miatt összességében mérséklődik az idei évben, míg a megemelkedett vállalati költségek és a bizonytalan kilátások várhatóan a beruházások átütemezését eredményezik. Ezzel szemben a mezőgazdaság a tavalyi aszály után idén várhatóan számottevően magasabb kibocsátást ér el. Az év második felében vehet újra lendületet a gazdasági növekedés, összhangban az ismét pozitívvá váló reálbérindexszel. A visszafogottabb ipari termelés ellenére a hazai kivitel idén is emelkedhet, így 2023-ban a nettó export növekedési hozzájárulása pozitív maradhat. A 2024. és 2025. évi GDP bővülését a belső és a külső tényezők egyaránt támogatják. A nominális beruházási ráta 27–28 százalék közelében stabilizálódik az előrejelzési horizonton, részben a magas árdinamika következtében.

A magánszektor hitelbővülése tovább lassulhat a reálgazdasági bizonytalanság, a hitelfelvevők és a bankok óvatos magatartása, valamint a magas infláció és a szigorú monetáris kondíciók következtében.

A teljes pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelállományának éves növekedési üteme az előző negyedévhez képest 1,2 százalékponttal lassult, így 14,2 százalékot ért el márciusban. Az alapfolyamatokat jobban megragadó mikro-, kis- és középvállalkozások éves hiteldinamikája ennél alacsonyabb, 10,2 százalék volt. Az első negyedévben az újonnan szerződött vállalati hitelek 64 százaléka valósult meg piaci alapon, amely a Széchenyi Kártyaprogram és a Baross Gábor Hitelprogram felfutása miatt alacsonyabb volt, mint a negyedik negyedévi 72 százalék. A piaci alapú hitelek részaránya előrettekintve tovább csökkenhet a nagyvolumenű támogatott hitelprogramok folyósításainak térnyerésével. A hitelezési felmérésre adott válaszok alapján az első negyedévben a bankok szűk köre szigorított a hitelsztenderdeken, és a válaszadó intézmények előrettekintve is további szigorítást valószínűsítenek. A bankok a szigorítást elsősorban ciklikus tényezőkkel indokolták, és továbbra is mindössze néhány bank jelezte, hogy a likviditási, illetve tőkehelyzete a hitelfeltételek szigorítása irányába hatna. A bankok hitelezési képessége tehát 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 2023 első negyedévében, és előrettekintve ezen széttartó tendencia fennmaradását várják. A bizonytalan reálgazdasági környezet, különösen a magas infláció, valamint a szigorú monetáris kondíciók miatt összességében a vállalati hitelállomány éves növekedési üteme 2023 év végére 6 százalékra lassulhat, majd 2024 év végétől a 9 százalék feletti szintre térhet vissza.

2023 első negyedévében a háztartási hitelállomány éves növekedési üteme az előző negyedévhez képest 0,9 százalékponttal lassulva 4,6 százalékot ért el. A kihelyezett lakáshitelek volumene az előző év azonos időszakától 67 százalékkal, a személyi hiteleké pedig 9 százalékkal maradt el, amihez a lakáshitelek esetében a Zöld Otthon Program miatti magas bázis is hozzájárult. A hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a lakáshitelek esetében a bankok csökkenő, míg a fogyasztási hitelek esetében növekvő keresletről számoltak be, és előrettekintve a bankok mindkét szegmensben a kereslet növekedésére számítanak. A háztartási hitelállomány éves növekedése 2023 közepéig 2 százalékra lassulhat, azonban 2024 második felére 10 százalék körüli szintre térhet vissza.

Az idei évben a folyó fizetési mérleg hiánya a javuló külkereskedelmi egyenleggel párhuzamosan jelentősen csökken, és a GDP 2-3 százaléka körüli szinten alakul.

A folyó fizetési mérleg egyenlege a tavalyi mélypontját követően 2023-ban jelentősen emelkedik. A javulás a csökkenő energiaárak és az energiafogyasztás alkalmazkodása miatt javuló energiaegyenleg mellett a növekvő exportra, valamint a beruházási és fogyasztási dinamika lassulása miatt fékeződő import visszafogottabb bővülésére vezethető vissza. A kedvező folyamatok 2023 egészében fennmaradnak, majd 2024-ben az elmúlt időszakban kiépült új exportkapacitások termelésbe állása, valamint a normalizálódó világgazdasági környezet, azon belül is elsősorban az energiaárak mérséklődése a külkereskedelmi egyenleg és a finanszírozási képesség folytatódó javulását vetíti előre. Ezek eredményeként a folyó fizetési mérleg hiánya 2023-ban a GDP 2-3 százaléka körüli szinten alakul, majd az előrejelzési horizont végére a hiány többletbe fordul.

A költségvetési hiány 2022-ben a GDP 6,2 százalékát tette ki, amit 2023-ban 3,9 százalékos deficit követhet a költségvetési célok szerint. Az eredményszemléletű hiánycél a 2024. évi költségvetési törvény alapján 2024-ben 2,9 százalék, míg 2025-ben 1,9 százalék. A 2024. évi költségvetési törvény készítésével párhuzamosan bejelentett intézkedések a 2022-ben bevezetett extraprofitadók részleges, illetve teljes fenntartásával, valamint kiadáscsökkentéssel segítik a költségvetési egyenleg mérséklődését, amit az energiaárak csökkenése is támogat. Az államadósság-ráta az előző év végi 73,3 százalékról

a gazdasági növekedésnek és a hiány mérséklődésének köszönhetően 2023 végére 70 százalék alá, majd az előrejelzési horizont végére 65 százalék alá csökken.

Az inflációs alapelőrejelzés emelkedése mellett az alternatív forgatókönyvekben a lefelé mutató kockázatok enyhén növekedtek.

A Monetáris Tanács a júniusi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül három alternatív forgatókönyvet emelt ki. A kínálati korlátok gyorsabb oldódását bemutató forgatókönyvben a globális ellátási láncok problémáinak rendeződése, illetve az energia- és a nyersanyagárak mérséklődése erőteljesebben gyűrűzik be a hazai termelési folyamatokba, ezáltal alacsonyabb inflációs és magasabb növekedési pályát eredményez. Az elhúzódóan alacsonyabb fogyasztást bemutató forgatókönyv alacsonyabb növekedési és inflációs pályával áll összhangban. Az inflációs várakozások tartós megemelkedését feltételező forgatókönyv az alappályához képest magasabb inflációs és némiképp alacsonyabb növekedési pályával számol.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Az adatok éves változásokat mutatnak és előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült.)

	2022	2023	2024	2025
	Tény		Előrejelzés	
Infláció (éves átlag)				
Maginfláció	15,7	17,7 - 19,6	4,6 - 7,0	3,0 - 3,5
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	15,6	17,7 - 19,6	4,6 - 7,0	3,0 - 3,5
Infláció	14,5	16,5 - 18,5	3,5 - 5,5	2,5 - 3,5
Gazdasági növekedés				
Háztartások fogyasztási kiadása	6,5	(-2,1) - (-1,3)	2,2 - 3,2	2,6 - 3,6
Közösségi végső fogyasztás ¹	0,9	0,0 - 1,8	0,7 - 1,9	0,9 - 2,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	1,2	(-5,9) - (-3,0)	2,7 - 5,6	2,6 - 5,5
Belföldi felhasználás	3,9	(-2,7) - (-1,5)	2,1 - 3,3	2,3 - 3,5
Export	11,8	3,8 - 6,1	5,2 - 7,2	3,7 - 5,4
Import	11,1	0,6 - 2,8	3,5 - 5,7	2,7 - 4,7
GDP	4,6	0,0 - 1,5	3,5 - 4,5	3,0 - 4,0
Munkatermelékenység ²	2,8	0,7 - 1,3	3,1 - 4,4	2,4 - 3,8
Külső egyensúly³				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-8,1	(-2,8) - (-1,8)	(-0,8) - (0,4)	0,2 - 1,6
Külső finanszírozási képesség	-6,0	(-0,4) - 0,6	1,2 - 2,4	1,8 - 3,2
Államháztartás				
ESA-egyenleg	-6,2	-3,9	-2,9	-1,9
Munkaerőpiac				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	17,4	12,7 - 13,4	9,7 - 10,9	7,4 - 8,7
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,3	0,1 - 0,4	(-0,2) - 0,4	(-0,1) - 0,6
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁴	15,7	14,7 - 15,5	9,1 - 10,1	6,9 - 8,1
Versenyszféra foglalkoztatottság	2,1	0,4 - 0,7	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	9,5	13,3 - 14,6	4,7 - 6,3	4,1 - 5,9
Lakossági reáljövedelem ⁵	5,6	(-1,3) - (-0,5)	2,3 - 3,5	2,5 - 3,7

¹ Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transfereket.

² Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

³ Részben előrejelzésen alapuló GDP arányos számok.

⁴ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.

⁵ MNB-becslés.

1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

1.1. Inflációs előrejelzésünk

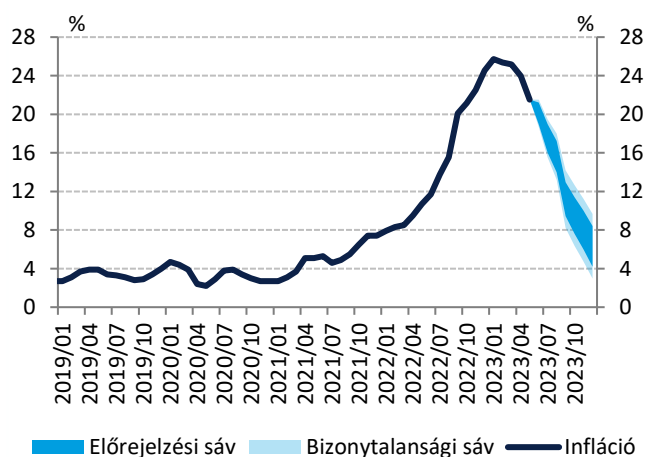
A januári 25,7 százalékos tetőzést követően májusban 21,5 százalékon alakult az infláció. A külső és a belső tényezők egyaránt a dezinfláció irányába mutatnak: az energia- és a nyersanyagárak, valamint a szállítási költségek jelentősen mérséklődtek, emellett a globális konjunktúra lassulása szintén fékezi a külső inflációs nyomást. Hazánkban 2023 második felében 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 ismételt horgonyzását. A dezinflációs folyamat felgyorsulását támogatják a tavalyi évi magas bázisok. Előrejelzésünk szerint a hazai infláció 2023 év végére várhatóan egyszámjegyre csökken. Az idei infláció a márciusi előrejelzésünkhöz hasonló pályán, de eltérő szerkezetben, magasabb maginflációs pálya mellett alakul. A 2023-ra vonatkozó előrejelzési tartomány a csökkenő bizonytalanság következtében 16,5 – 18,5 százalékra szűkült. A jövő évre várt inflációs pálya az adóintézkedésekhez köthetően enyhén feljebb toldott márciusihoz képest, így a fogyasztóiár-index 2025 elején tér vissza a jegybanki toleranciasávba. Előrejelzésünk szerint a fogyasztóiár-index 2024-ben 3,5 – 5,5 százalék, 2025-ben pedig 2,5 – 3,5 százalék között alakul.

Előrejelzésünk szerint a következő hónapokban folytatódik a dezinflációs folyamat, az év végére pedig várhatóan egyszámjegyre csökken a fogyasztóiár-index (1-1. ábra).

Az éves árdinamika folytatódó csökkenését külső és belső tényezők egyaránt támogatják. 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 ismételt horgonyzását. A globális konjunktúra lassulása szintén tovább fékezi az inflációt. A dezinflációt a szolgáltatások historikus átlagnál továbbra is magasabb átárazása lassítja. A hazai infláció csökkenése folytatódik, 2023 közepétől jelentősebben mérséklődik a fogyasztóiár-index. A folyamat felgyorsulásában fontos szerepe lesz a tavalyi évi magas bázisoknak. A dezinfláció 2024-ben is folytatódik, aminek ütemét azonban visszafogják a jövő évi adóemelések.

A jövő évre várt inflációs pálya az adóintézkedésekhez köthetően enyhén feljebb toldott márciusihoz képest, így a fogyasztóiár-index 2025 elején tér vissza a jegybanki toleranciasávba. Az inflációs prognózisunk 2023-ra vonatkozó sávja a márciusi előrejelzéshez képest a csökkenő bizonytalanság következtében szűkült. A fogyasztóiár-index 2023 során a márciusihoz hasonló pályán alakul, de szerkezetében eltér attól. Az élelmiszerek árszintje májusban enyhén csökkent, az iparcikké nem változott havi alapon, a piaci szolgáltatások havi áremelkedése azonban még számottevően magasabb a múltbeli átlagnál. Az infláció 2023-ban 16,5 – 18,5 százalék között alakulhat, 2024-ben 3,5 – 5,5 százalék, míg 2025-ben 2,5 – 3,5 százalék lehet (1-2. ábra).

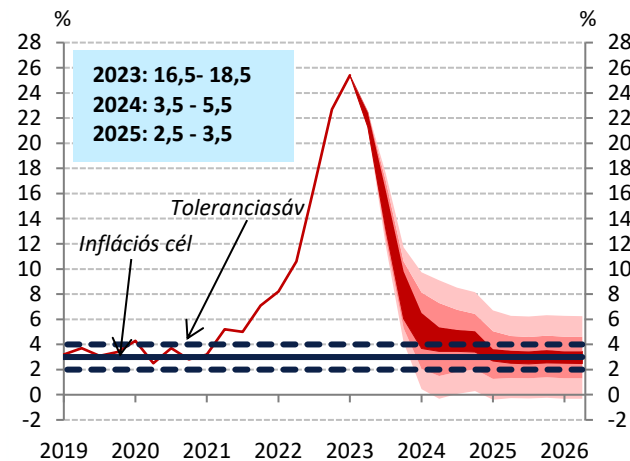
1-1. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása



Megjegyzés: Éves változás. A bizonytalansági sáv az előrejelzési sáv körüli bizonytalanságot mutatja a korábbi évek előrejelzési hibájának szórásainak figyelembevételével.

Forrás: KSH, MNB

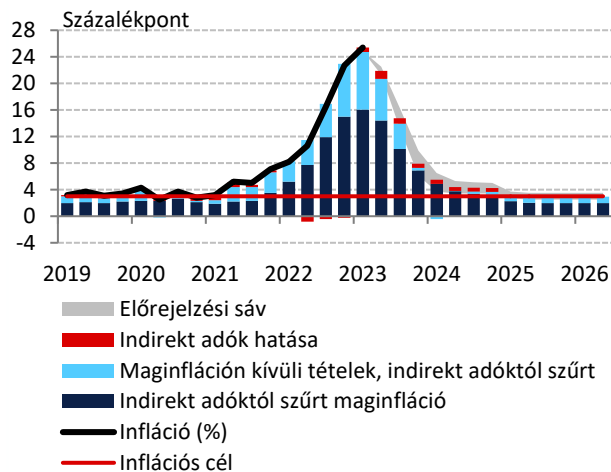
1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



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		17,7 - 19,6	4,6 - 7,0	3,0 - 3,5
Magainfláció		17,7 - 19,6	4,6 - 7,0	3,0 - 3,5
Maginfláción kívüli tétel	Feldolgozatlan élelmiszerek	18,4	3,3	4,7
	Járműüzemanyag és piaci energia	22,2	3,2	1,3
	Szabályozott árú termékek	12,6	0,3	2,6
	Alkohol, dohány	15,7	3,9	3,0
Infláció		16,5 - 18,5	3,5 - 5,5	2,5 - 3,5

Megjegyzés: Százalék. Szezonálisan igazítatlan adatok alapján.

A táblázat az előrejelzésünk sávközepe alapján készült.

Forrás: MNB

Előrejelzésünk szerint az alapfolyamatokat megragadó indirekt adóktól szűrt maginfláció 2023-ban 17,7 – 19,6 százalék között alakul, 2024-ben 4,6 – 7,0 százalék, míg 2025-ben 3,0 – 3,5 százalék lehet. A maginflációs tételek magasabb perzisztenciája miatt a maginfláció a fogyasztóiár-indexhez képest várhatóan lassabb ütemben mérséklődik. Az adószűrt maginflációra vonatkozó előrejelzésünk meghaladja a márciusi prognózist, amit az infláció szintjén ellensúlyoz a maginfláción kívüli tétel mérsékeltebb árdinamikája. Az adószűrt maginfláció magasabb pályájának háttérében a piaci szolgáltatások nagyobb év eleji átárázása áll.

Az infláció emelkedésének irányába hatnak a költségvetési intézkedések (1-3. ábra). A különadók fenntartása és a kiskereskedelmi különadó kulcsának emelése 0,2 – 0,4 százalékponttal emeli a jövő évi inflációt. Az üzemanyagok jövedéki adójának emelése a 2024-es éves inflációt 0,5 – 0,6 százalékponttal növeli. Az adóemelést tartalmazó intézkedések előzetes becslésünk szerint összesen 0,7 – 1,0 százalékponttal gyorsítják a 2024. évi fogyasztóiár-indexet.

A globális energia- és kőolajárak, valamint az élelmiszer-alapanyagárak csökkenése az üzemanyagok és a feldolgozatlan élelmiszerek árának csökkenése 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 világpiaci jegyzésére 70-75 dollár/hordó között mozgott. A globális élelmiszer-alapanyagárak csökkenése támogatja az élelmiszer-infláció további mérséklődését. A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja novemberben tetőzött, így az idei év egészében 20 százalék alatt, míg a jövő évben már egyszámjegyű tartományban alakulhat a termékcsoport éves áremelkedése. Az alkohol, dohánytermékek inflációja idén (döntően a termékkört érintő jövedékiadó-emelések következtében) 16 százalék körül alakul, majd ezen hatások kikutásával 2024-től érdemben csökken. A szabályozott energiaárak inflációja – a rezsikárak (gáz és áram árak) módosításának hatására – 2023-ban előrejelzésünk szerint átlagosan 20 százalék körül alakul. Elemzésünkben azzal a technikai feltevéssel élünk, hogy a lakossági energiaárakat és élelmiszereket érintő intézkedések a teljes előrejelzési horizonton változatlan formában érvényben maradnak. Összességében a költséghatások kikutásával a maginfláción kívüli tétel árdinamikája jövőre és 2025-ben is 3 százalék alatt 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	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07	0,6%	0,4%	0,4%
Olajár (USD/hordó)	75,9	77,2	71,6	72,0	71,1	71,0	1,8%	0,6%	-0,1%
Olajár (EUR/hordó)	71,1	71,8	67,1	67,3	66,7	66,3	1,1%	0,2%	-0,5%
Gázár (EUR/MWh)	46,1	37,8	49,5	43,0	49,0	46,1	-18,0%	-13,0%	-5,8%
Eurozóna inflációja (%)	5,3	5,4	2,9	3,0	2,1	2,2	0,1 szp.	0,1 szp.	0,1 szp.
Eurozóna növekedése (%)	1,0	0,9	1,6	1,5	1,6	1,6	-0,1 szp.	-0,1 szp.	0,0 szp.
Felvevőpiacaink növekedése (%)	(-0,2) - 1,0	(-0,3) - 0,9	2,4 - 3,3	2,4 - 3,3	1,9 - 2,7	1,9 - 2,7	-0,1 szp.	0,0 szp.	0,0 szp.

Forrás: Bloomberg, Consensus Economics, MNB, EKB

Az első negyedév során a meghatározó gazdaságok többségében az elemzői várakozások felett alakult a gazdasági növekedés, azonban a német visszaesés miatt az eurozóna kis mértékben az előzetes várakozások alatt teljesített. Az elmúlt hónapok alapján a főbb nyersanyagárak további csökkenése, az infláció mérséklődése és a kedvező munkaerőpiaci helyzet is támogatja a globális konjunktúrát. Ugyanakkor a korábban magasabb kamatpályák, az elhúzó dezinfláció, a jelentősen visszaeső reálbérek és a csökkenő lakossági fogyasztás ezzel ellentétes hatásai miatt a globális és európai növekedési kilátások a márciusi előrejelzéshez képest érdemben nem változtak. A nemzetközi konjunktúraindexek alapján a fogyasztói bizalom az EU gazdaságaiban továbbra is rendkívül alacsony szinten áll, míg az üzleti hangulat romlott. Az Európai Unió 27 országa közül negyedéves alapon 8 tagországban csökkent a GDP. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország kibocsátása 2023 első negyedévében 0,5 százalékkal mérséklődött éves bázison. Az első negyedévben az Egyesült Államok gazdasága 1,6 százalékkal, míg Kínáé 4,5 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest.

Az EKB növekedési és inflációs előrejelzése az eurozónára vonatkozóan érdemben nem módosult a márciusi előrejelzéshez képest. Az eurozóna GDP-növekedése 2023-ban 0,9, 2024-ben 1,5, 2025-ben 1,6 százalék lehet. Az EKB júniusi előrejelzése alapján az euroövezet inflációja 2023-ban 5,4, 2024-ben 3,0, 2025-ben pedig 2,2 százalékon alakulhat.

A Brent nyersolaj ára a gyenge globális kereslet következtében alacsony szinten, 70-75 dollár közelében alakult május első felétől kezdődően. Áprilisban az OPEC+ napi 1,16 millió hordós termelés-csökkentése miatt időlegesen 80 dollár fölé emelkedett a Brent nyersolaj hordónkénti ára. Ezt követően azonban korrekció volt megfigyelhető, összhangban a gyenge keresleti adatokkal, és május elejétől a 70-75 dolláros sáv közelében tartózkodott a Brent ára. Júniusban az egyik legnagyobb termelő, Szaúd-Arábia újabb, 1 millió hordós termelés-csökkentést jelentett be júliustól kezdődően, amely azonban a rendelkezésre álló adatok szerint nem okozott érdemi emelkedést az olajárban. Az alacsony olajárakhoz hozzájárulhatott, hogy Oroszország olajexportja a nyugati szankciók ellenére is stabil maradt. A Brent és az orosz típusú Ural kőolaj közötti árkülönbség az elmúlt időszakban is fennmaradt.

A benzin és a gázolaj hazai árának csökkenése május második felében megállt. Hazánkba továbbra is érkezik vezetékén az orosz Ural típusú kőolaj, azonban a benzin és a gázolaj piaci árának kialakításánál a Brent nyersolaj az irányadó, így annak dollárban kifejezett ára és az USD/HUF árfolyam jelentős hatással van az üzemanyagárakra. A nemzetközi folyamatokkal összhangban a benzin és a gázolaj piaci ára is mérséklődött május második feléig hazánkban, június első felében azonban enyhe növekedés volt megfigyelhető mindkét üzemanyagár esetében.

A TTF gázár tovább csökkent az elmúlt hónapokban, azonban június közepén enyhe emelkedés volt megfigyelhető. 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 árában december második felétől újabb jelentős csökkenés következett be, a mérséklődő trend a tavaszi hónapokban is folytatódott. Az alacsonyabb gázárak irányába hatott a szokásosnál enyhébb téli időjárás, a gáztározók magas töltöttségi szintje és a csökkenő gázkereslet is. Június közepén ugyanakkor enyhén emelkedett a gázár, és a 30-40 eurós szintek közelében alakult. A földgáztüzelésű erőműveken keresztül a gázárak változása az áram ára is hat. A gázárak alacsony szintjével összhangban a német Phelix típusú áramár 7 napos mozgóátlaga 110 euro alatt alakult április közepétől kezdődően, ami jelentősen elmarad a decemberi 400 euro közeli szintektől.

A költségvetési hiánycél 2023-ban 3,9 százalék, ezt követően 2024-ben 2,9 százalékra, majd az előrejelzési horizont végére mintegy 1,9 százalékra mérséklődhet a deficit. A 2024. évi költségvetési törvény készítésével párhuzamosan bejelentett intézkedések a 2022-ben bevezetett extraprofit adók részleges, illetve teljes fenntartásával, valamint kiadáscsökkentéssel segítik a költségvetési egyenleg mérséklődését, amit az energiaárak csökkenése is támogat. Az államadósság-ráta az előző év végi 73,3 százalékról a nominális GDP növekedésének és a hiány mérséklődésének köszönhetően 2023 végére a GDP 70 százaléka alá csökkenhet, majd 2025 végére 65 százalék alá süllyed.

Feltevésünk szerint 2023 második felében megkezdődhet a 2021-2027-es uniós költségvetési ciklus forrásainak lehívása. A magyar Helyreállítási és Ellenállóképességi Terv elfogadását és a Partnerségi Megállapodás aláírását követően mérséklődött ugyan az európai uniós forrásokat övező bizonytalanság, de a támogatások lehívása továbbra sem kezdődhetett meg. Alappályánknban továbbra is azzal számolunk, hogy az idei évben megszületik a megállapodás, és a támogatások teljeskörűen hozzáférhetővé válnak.

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

Az idei évben 0,0 – 1,5 százalékos GDP-növekedésre számítunk, 2024-ben 3,5 – 4,5, míg 2025-ben 3,0 – 4,0 százalékkal bővíthet a hazai gazdaság. A 2023-as év első felében a GDP csökkenése folytatódhat éves bázison a mérséklődő reálbér és a bizonytalanság következtében elhalasztott beruházások miatt. A visszaesést rövid távon tompítja a tavalyi aszályos év után korrigáló mezőgazdaság és az állami szolgáltatások kedvező teljesítménye. Az év második felében vehet újra lendületet a gazdasági növekedés, összhangban a mérséklődő inflációval és a pozitívvá váló reálbér-indexszel. A fordulathoz termelési oldalról a piaci szolgáltatások és az ipar is hozzájárulnak. Az év egészére visszafogott, de pozitív GDP növekedés lehet jellemző. A háztartások fogyasztása a csökkenő reáljövedelem miatt összességében mérséklődik az idei évben, a megemelkedett költségek és a bizonytalan kilátások pedig várhatóan a beruházások átütemezését eredményezik. A nettó export hozzájárulása a növekedéshez ezzel szemben pozitív marad, míg az exportpiaci részesedésünk a tavalyi jelentős bővülést követően az idei évtől lassabban emelkedik az előrejelzési horizonton. A 2024. és 2025. évi GDP-növekedést a belső és a külső tényezők egyaránt támogatják. A háztartások fogyasztása és a beruházások ismét emelkednek. Az élénkülő belső kereslettel összhangban bővül az import is, ugyanakkor a nettó export a teljes előrejelzési horizonton pozitívan járul hozzá a gazdaság növekedéséhez. A nominális beruházási ráta magas szinten, 27-28 százalék közelében alakulhat az előrejelzési horizonton.

2023 első negyedében a hazai GDP 0,9 százalékkal mérséklődött éves bázison.

Negyedéves alapon már az egymást követő harmadik negyedévben csökkent a gazdasági teljesítmény. A gazdaság éves alapú csökkenéséhez az ipar és a piaci szolgáltatások is hozzájárultak, azonban a folyamatot tompította a mezőgazdaság és az állami szolgáltatások kedvező teljesítménye. A felhasználási oldalon jelentősen csökkent a háztartások fogyasztása (-3,9 százalék) és a bruttó állóeszköz-felhalmozás (-6,0 százalék) éves összevetésben az idei év első három hónapjában. A nettó export pozitívan, 4,4 százalékponttal járult hozzá a gazdasági növekedéshez, ezzel tompította a gazdasági visszaesést.

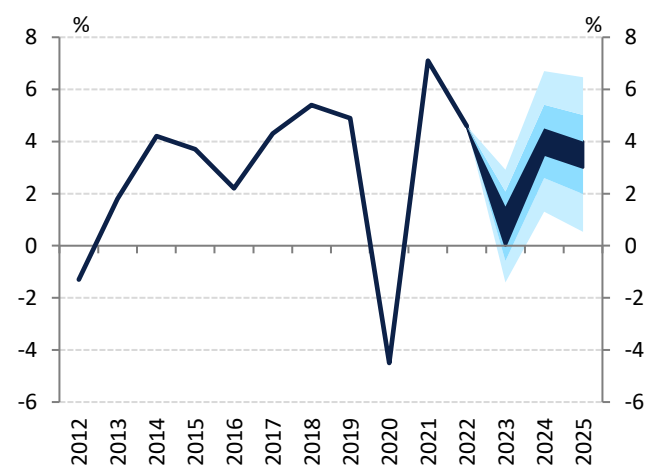
2023-ban 0,0 – 1,5 százalékos GDP-növekedésre számítunk (1-4. ábra).

Az idei első félévben az ipari szektorok és a piaci szolgáltatások teljesítményének csökkenése várható, ugyanakkor a visszaesést mérsékli a tavalyi aszályos év után korrigáló mezőgazdaság és az egészségügy teljesítménye miatt bővülő állami szolgáltatások. Éves összehasonlításban a harmadik negyedévtől lehet újra pozitív a GDP változása, amelyhez a mezőgazdaság mellett a piaci szolgáltatások járulnak leginkább hozzá, majd a negyedik negyedévben a nemzetközi konjunktúra javulásával összhangban az exportra termelő, ipari szektorok is érdemben növekedhetnek éves bázison.

A GDP kilábalása a második félévben felhasználási oldalról is széleskörűvé válhat.

A nettó export növekedési hozzájárulása várakozásaink szerint az idei évben folyamatosan pozitív lehet. Ugyanakkor az exportpiaci részesedésünk a tavalyi jelentős bővülést követően az idei évtől lassabban emelkedik az előrejelzési horizonton. 2023-ban összességében az éves bázisú fogyasztás mérséklődésére számítunk, összhangban a magas infláció

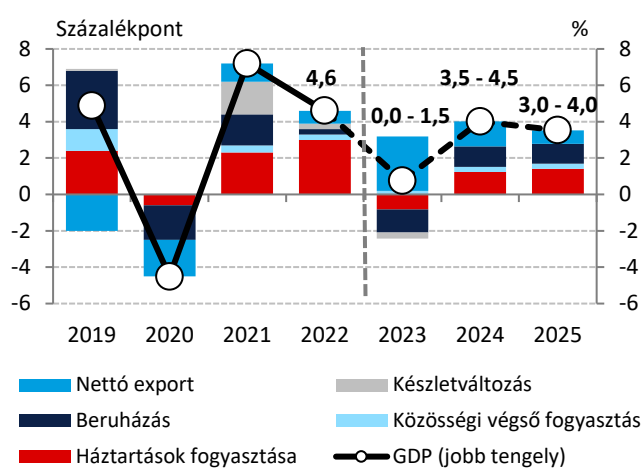
1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

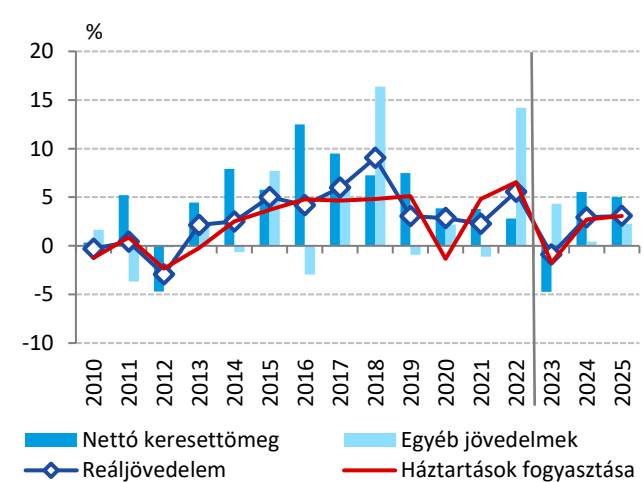
1-5. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése



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 fogyasztás, valamint a rendelkezésre álló jövedelem tételeinek éves változása reálértéken



Forrás: KSH, MNB

következtében romló jövedelmi folyamatokkal. A beruházások a megemelkedett finanszírozási és működési költségek, valamint a bizonytalanság hatására mérséklődhetnek 2023-ban. Ugyanakkor a negyedik negyedévtől kezdődően a nettó export mellett a háztartások fogyasztása és a beruházások is pozitívan járulhatnak hozzá a GDP emelkedéséhez.

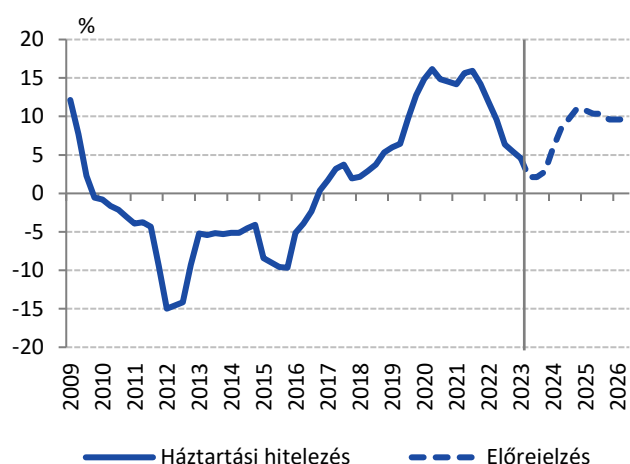
Az idei enyhébb növekedést 2024-ben 3,5 – 4,5 százalékos bővülés követheti (1-5. ábra). A gazdasági visszapattanást elősegíti a magas szinten stabilizálódó foglalkoztatási és beruházási ráta, másrésztől keresleti oldalról a csökkenő infláció a lakossági reáljövedelmek ismételt növekedését eredményezi. A folyamat eredményeként a háztartások fogyasztása és a beruházások újra emelkedő pályára állnak, míg a nettó export a teljes előrejelzési horizonton pozitívan járul hozzá a gazdaság növekedéséhez. 2025-ben a GDP közeledhet hosszútávú növekedési trendjéhez, így 3,0 – 4,0 százalékkal bővülhet a gazdaság teljesítménye.

2023-ban 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 enyhe mérséklődése csökkenti a fogyasztást is. A munkajövedelem-visszaesés mértékét részben ellensúlyozza az egyéni vállalkozói jövedelmek és a lakossági kamatbevételek emelkedése. Az év végétől 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 bizonytalansággal párhuzamosan tovább lassulhat. A háztartási hitelezés a 2023 első negyedéves tényadatok tükrében enyhén a korábbi várakozásunk felett alakult. A negyedévben az új szerződéskötések volumene ugyanakkor már 50 százalékkal elmaradt az előző év azonos időszakától. A háztartási hitelállomány növekedési üteme előretekintve a korábbi várakozásainknak megfelelően alakulhat: a bizonytalan reálgazdasági környezet, a magas lakásárak, valamint a szigorú monetáris kondíciók mind mérsékelhetik a lakosság hitelfelvételi kedvét (1-7. ábra). A háztartási hiteldinamika 2023 év közepére 2 százalékra lassulhat, 2024 második felétől azonban visszatérhet a 10 százalék környéki szintre.

A 2020-as időszak több, mint 11 százalékos kiugró jövedelemarányos megtakarítási rátája 2022-re 8,6 százalékra mérséklődött, majd az idei évtől kezdve 9 százalék felett stabilizálódik. A COVID időszak kényszermegtakarításainak leépítése befejeződött, a háztartások óvatosabbá váltak a fogyasztási, megtakarítási

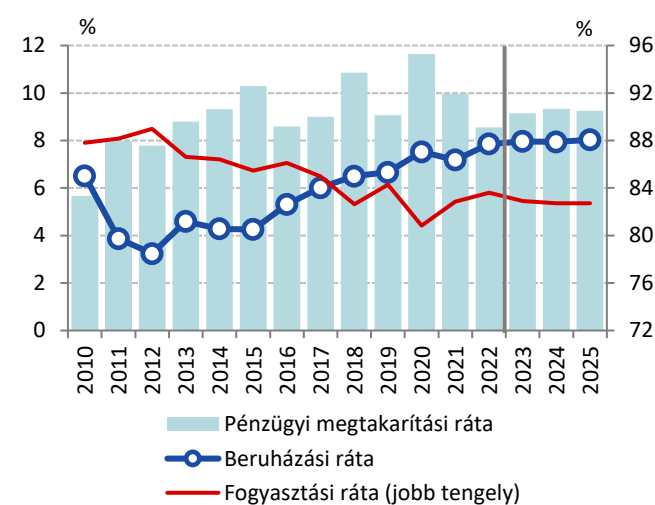
1-7. ábra: A háztartási szektor hitelállományának éves változása



Megjegyzés: Tranzakciós alapú, év/év százalék. 2019 harmadik negyedévében a lombardhitelek tranzakcióitól 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	-5,5	-7,0	-3,7
Privát beruházás	-4,1	6,8	5,5
Beruházási ráta	27,3	27,5	27,9

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

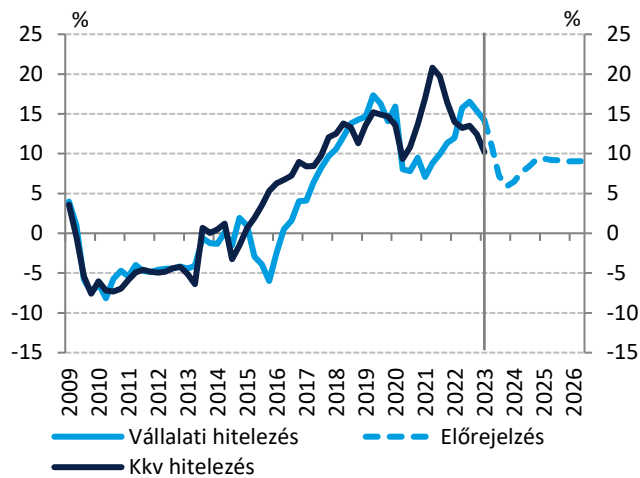
döntésekben az elmúlt időszakban, ami a megtakarítási ráta ismételt emelkedésében volt tetten érhető. A lakosság beruházási rátájának növekedését elsősorban a felújítások és a beruházások árindexének növekedése okozta (1-8. ábra).

A beruházások volumene 2023-ban a márciusi várakozásaink szerint alakulhat, míg 2024-ben és 2025-ben továbbra is bővülésre számítunk (1-3. táblázat). Az idei évben a visszaeséshez az állami, a vállalati és a háztartási szektor beruházásai is hozzájárulnak, míg 2024-ben és 2025-ben a piaci szektorokban már a beruházások emelkedésére számítunk. A nominális beruházási ráta 27-28 százalék közelében alakulhat az előrejelzési horizonton, ez azonban jelentős részben a magas árdinamika következménye.

A vállalati beruházások volumene 2023-ban jelentősen csökken az előrejelzésünkben a megnövekedett költségek és a bizonytalanság miatt. A vállalati beruházások szerkezetében kettősség volt megfigyelhető az elmúlt időszakban. A külföldre termelő ágazatok beruházásai az első negyedévben 7,2 százalékkal bővültek éves bázison, ugyanakkor a belföldre termelő és szolgáltató szektorban 10,6 százalékos visszaesést regisztráltak az első negyedévben. Összességében az idei évben a vállalati beruházások mérséklődhetnek a megnövekedett finanszírozási és működési költségek, valamint a bizonytalanság miatt, míg 2024-ben és 2025-ben már a vállalati beruházások bővülése várható, összhangban a bejelentett nagyobb feldolgozóipari (például akkumulátorgyártási) beruházások kivitelezésével.

A vállalati hiteldinamika 2023-ban jelentősen lassulhat. A vállalati hitelállomány éves növekedési üteme az első negyedéves tényadatok tükrében a korábbi várakozásunk alatt alakult (1-9. ábra). A negyedév során leginkább az 5 milliárd forintot meghaladó nagyügyletek, illetve a növekvő működési és termelési költségek miatt fellépő forgóeszköz-hitel finanszírozási igények támogatták a kétszámjegyű nominális vállalati hiteldinamika fennmaradását. Az új vállalati hitelszerződésekben a piaci hitelek aránya érdemben csökkent az első negyedévben a Széchenyi Kártyaprogram MAX+ és a Baross Gábor Hitelprogram felfutásával párhuzamosan. Keresleti oldalon a vállalatok forgóeszköz-hitel igénye a következő időszakban még növekedhet, amit a kibővített támogatott hitelprogramok is segíthetnek, ugyanakkor becslésünk szerint a bizonytalan környezetben összességében a vállalati hiteldinamika 2023 év végére 6 százalékra lassulhat, majd a jövő év végétől 9 százalékos szinten stabilizálódhat az előrejelzési horizonton.

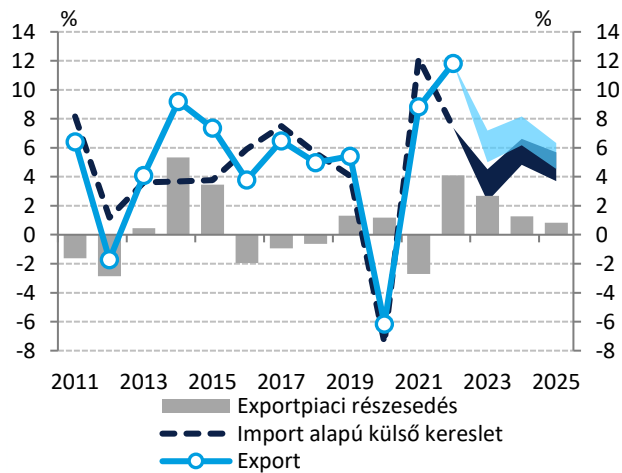
1-9. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



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 lakossági beruházások csak az idei évben, míg az állami beruházások a teljes előrejelzési horizonton mérséklődnek. A lakáshitelek kibocsátása az első negyedévben 67 százalékkal maradt el 2022 első negyedévével, amely a lakossági beruházások mérséklődésének irányába hat az idei évben. Ugyanakkor a kormányzati beruházások csökkenése kapacitásokat szabadíthat fel az építőiparban, kínálati oldalról hozzájárulva a lakásépítésekhez. Az állami beruházások volumene minden évben csökken az előrejelzési horizonton. A rendelkezésre álló információkkal összhangban az állam által végrehajtott beruházások 2023-ban 5,5 százalékkal, 2024-ben 7,0 százalékkal, míg 2025-ben 3,7 százalékkal csökkenhetnek.

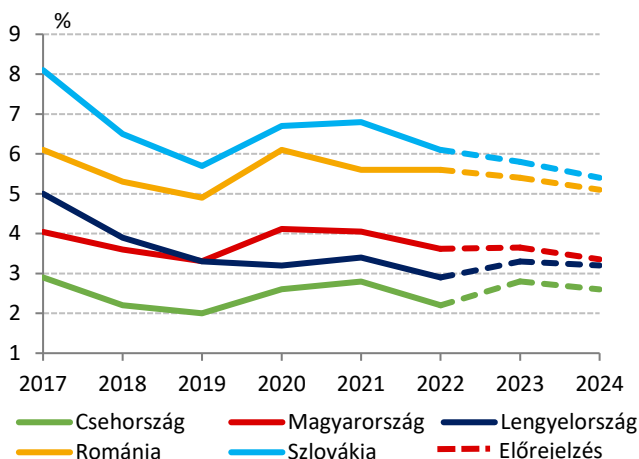
2023-ban pozitív marad a nettó export hozzájárulása a növekedéshez. A hazai áruexport jelentős mértékben bővült az első negyedévben, ugyanakkor az idei évre vonatkozó előrejelzésünk nem változik a márciusi várakozásainkhoz képest. A csökkenő ipari termelés ellenére segítette az export növekedését, hogy eltérő képet mutat a külföldre és belföldre értékesítő ágazatok teljesítménye. A belföldre értékesítő ágazatok esetében az ipari kibocsátás tavaly szeptember óta folyamatosan csökken. Az exportra termelő vállalatok esetében a jelentős lassulás ellenére is bővülni tudott a termelés az év első három hónapjában, áprilisban azonban már csökkent a kibocsátás. A külkereskedelmi partnereink év első felében csökkenő importigénye mellett a hazai kivitel bővülése lassuló ütemben fennmaradhat, azonban az ipari termelés visszaesése mellett a folytatódó orosz-ukrán háború, és a szankciós politikák negatív kockázatot jelentenek.

Az első negyedévben az import bővülésének üteme a belső keresleti tételek csökkenésével összhangban jelentősen lassult. A behozatal visszafogott éves alapú emelkedése az év első felében megmarad, azonban a külső konjunktúra és a hazai gazdasági aktivitás második féltől várható dinamizálódásával párhuzamosan az import növekedése is magasabb lesz. A nettó export azonban az év egészében pozitívan járulhat hozzá a hazai növekedéshez, míg az exportpiaci részesedésünk a tavalyi jelentős bővülést követően az idei évtől lassabban emelkedik az előrejelzési horizonton (1-10. ábra).

1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

A munkaerő-kereslet továbbra is erős, így a GDP-növekedés lassulásának ellenére a foglalkoztatás enyhe növekedésére számítunk 2023 egészében, míg 2024-ben nem változik érdemben a foglalkoztatottak száma. A versenyszféra létszáma várhatóan 0,4-0,7 százalékos között emelkedik 2023-ban, majd 0,2-0,7 százalékos között 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 az inflációnak az év második felében várt jelentős mérséklődése lassulást eredményezhet. A versenyszférában idén az átlagbérek 14,7-15,5 százalékos közötti növekedésére számítunk.

1-11. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása

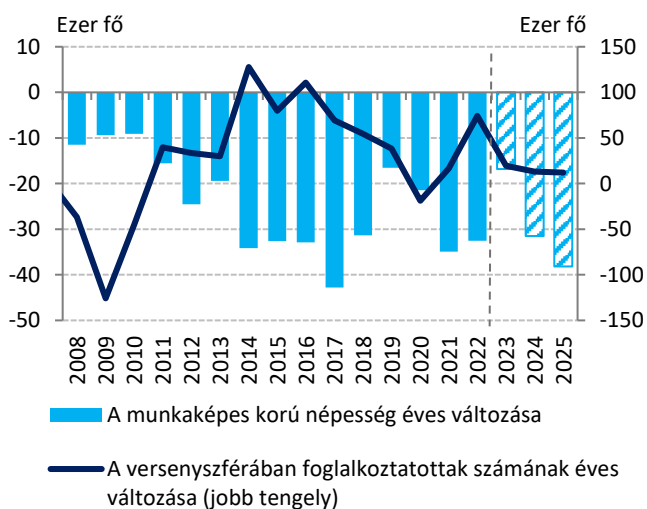


Megjegyzés: A Magyarországra vonatkozó adatok az előrejelzési sáv közepe alapján.

Forrás: Eurostat, Európai Bizottság, KSH, MNB

A munkaerő-kereslet továbbra is erős. A munkaerőpiac feszessége megközelíti a válság előtti legmagasabb értékeket, és az újonnan kiírt üres álláshelyek száma az első negyedévben újra emelkedett. Az ESI foglalkoztatási kilátásokat monitorozó májusi felmérése alapján a kiemelt ágazatok közül a feldolgozóiparban, a kereskedelemben és az egyéb szolgáltatások területén már nő azoknak a vállalatoknak az aránya, amelyek foglalkoztatottjaik számának növekedésére számítanak a következő három hónapban, míg az építőiparban továbbra is borúlatozó a vállalatok többsége a létszámuk alakulása kapcsán. Az ESI felmérés második negyedévre vonatkozó adatai alapján az iparban enyhén, az egyéb szolgáltatások területén jelentősen emelkedett azoknak a vállalatoknak a száma, akik a munkaerő hiányát jelölték meg a termelést korlátozó fő tényezőként, míg az építőiparban nem rajzolódik ki trendforduló.

1-12. ábra: A munkaképes korú népesség és a versenyszférában foglalkoztatottak számának éves változása



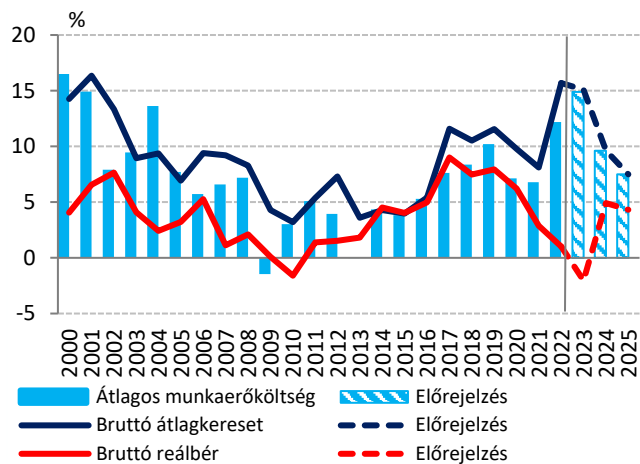
Megjegyzés: 15-74 éves korú népesség. Az előrejelzési sáv közepe alapján.

Forrás: Eurostat, KSH, MNB

A gazdasági lassulás ellenére a munkanélküliségi ráta enyhe csökkenésére számítunk az év további részében. A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma 2023 első negyedévében historikus csúcsára emelkedett, és a munkaerőpiaci aktivitás is trendszerűen nő 2020 közepe óta. A szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 2023 első negyedévében 3,8 százalékos volt, ami enyhe növekedést jelent az előző negyedévhez képest, de nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsony. Előrejelzésünk szerint a munkanélküliségi ráta a konjunktúra élénkülésével összhangban enyhén csökken az év további részében. 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 százalékos között alakul (1-11. ábra).

A versenyszféra létszáma előrejelzésünk szerint 0,4–0,7 százalékkal emelkedik az idei évben. A munkaerőpiac feszessége nem reagált a gazdasági teljesítmény csökkenésére. A foglalkoztatás várhatóan szektorálisan és vállalati létszám kategóriák szerint differenciáltan alakulhat. A foglalkoztatás szintjében így lassú növekedésre számítunk az év hátralévő részében. Előrejelzésünk szerint a versenyszférában foglalkoztatottak száma 0,4–0,7

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



Megjegyzés: Az előrejelzési sáv közepe alapján.

Forrás: KSH, MNB

százalékkal emelkedik 2023-ban, majd 0,2–0,7 százalékkal között növekedhet 2024-ben (1-12. ábra).

A nominális bérdinamika továbbra is magasan alakul, enyhén elmaradva a tavalyi magas szintjétől. A bérdinamikát a munkaerőpiac feszessége, a minimálbér és a garantált bérminimum év eleji jelentős mértékű emelése és az inflációs várakozások határozzák meg. A minimálbér-emelés már az első negyedévben beépült a bérindexbe, míg a vállalati átbérezések egy része a második negyedévben jelentkezhet. Az infláció második felévre várt jelentős mérséklődése várhatóan alacsonyabb bérdinamikát eredményez az év második felében, ellensúlyozva az első két negyedév magasabb értékeit. Előrejelzésünk szerint 2023-ban 14,7–15,5 százalékon alakul az éves bérnövekedés a versenyszférában, majd 2024-ben a bérek 9,1–10,1 százalékos 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
Infláció (éves átlag)¹							
Maginfláció	15,7	16,9 - 19,4	17,7 - 19,6	4,4 - 6,4	4,6 - 7,0	3,0 - 3,6	3,0 - 3,5
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	15,6	16,9 - 19,4	17,7 - 19,6	4,4 - 6,4	4,6 - 7,0	3,0 - 3,6	3,0 - 3,5
Infláció	14,5	15,0 - 19,5	16,5 - 18,5	3,0 - 5,0	3,5 - 5,5	2,5 - 3,5	2,5 - 3,5
Gazdasági növekedés							
Háztartások fogyasztási kiadása	6,5	(-2,0) - (-1,1)	(-2,1) - (-1,3)	2,1 - 3,1	2,2 - 3,2	2,3 - 3,3	2,6 - 3,6
Közösségi végső fogyasztás ⁶	0,9	(-0,3) - 1,5	0,0 - 1,8	0,3 - 1,6	0,7 - 1,9	0,9 - 2,0	0,9 - 2,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	1,2	(-5,9) - (-3,0)	(-5,9) - (-3,0)	2,7 - 5,6	2,7 - 5,6	2,6 - 5,5	2,6 - 5,5
Belföldi felhasználás	3,9	(-2,5) - (-1,2)	(-2,7) - (-1,5)	2,0 - 3,2	2,1 - 3,3	2,2 - 3,4	2,3 - 3,5
Export	11,8	3,8 - 6,1	3,8 - 6,1	5,2 - 7,2	5,2 - 7,2	3,7 - 5,4	3,7 - 5,4
Import	11,1	0,7 - 3,0	0,6 - 2,8	3,4 - 5,6	3,5 - 5,7	2,7 - 4,7	2,7 - 4,7
GDP	4,6	0,0 - 1,5	0,0 - 1,5	3,5 - 4,5	3,5 - 4,5	3,0 - 4,0	3,0 - 4,0
Munkatermelékenység ⁵	2,8	0,3 - 1,1	0,7 - 1,3	3,1 - 4,4	3,1 - 4,4	2,4 - 3,8	2,4 - 3,8
Külső egyensúly²							
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-8,1	(-4,4) - (-3,2)	(-2,8) - (-1,8)	(-2,3) - (-0,9)	(-0,8) - (0,4)	(-1,3) - 0,1	0,2 - 1,6
Külső finanszírozási képesség	-6,0	(-2,1) - (-0,9)	(-0,4) - 0,6	(-0,4) - 1,0	1,2 - 2,4	(0,3) - 1,7	1,8 - 3,2
Államháztartás²							
ESA-egyenleg	-6,2	-3,9	-3,9	-2,5	-2,9	-1,5	-1,9
Munkaerőpiac							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ³	17,4	11,3 - 12,2	12,7 - 13,4	8,4 - 9,6	9,7 - 10,9	6,6 - 7,9	7,4 - 8,7
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,3	(-0,2) - 0,1	0,1 - 0,4	(-0,1) - 0,6	(-0,2) - 0,4	(-0,1) - 0,6	(-0,1) - 0,6
Versenyszféra bruttó átlagkereset ³	15,7	13,7 - 14,4	14,7 - 15,5	9,1 - 10,1	9,1 - 10,1	6,9 - 8,1	6,9 - 8,1
Versenyszféra foglalkoztatottság	2,1	(-0,1) - 0,2	0,4 - 0,7	0,2 - 0,7	0,2 - 0,7	0,0 - 0,6	0,0 - 0,6
Munkanélküliségi ráta	3,6	3,6 - 3,7	3,6 - 3,7	3,1 - 3,6	3,1 - 3,6	2,9 - 3,7	2,9 - 3,7
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	9,5	13,0 - 14,3	13,3 - 14,6	4,5 - 6,2	4,7 - 6,3	3,7 - 5,4	4,1 - 5,9
Lakossági reáljövedelem ⁴	5,6	(-1,4) - (-0,6)	(-1,3) - (-0,5)	2,1 - 3,3	2,3 - 3,5	2,2 - 3,4	2,5 - 3,7

¹ Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transfereket.

² Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

³ Részben előrejelzésen alapuló GDP arányos számok.

⁴ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.

⁵ MNB-beclés.

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

	2023	2024	2025
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)			
MNB (2023. június)	16,5 - 18,5	3,5 - 5,5	2,5 - 3,5
Consensus Economics (2023. május) ¹	17,2 - 18,5 - 19,5	3,6 - 5,5 - 9,3	
Európai Bizottság (2023. május) ²	16,4	4,0	
IMF (2023. április)	17,7	5,4	4,2
OECD (2023. június)	19,2	5,4	
Reuters-felmérés (2023. május) ¹	17,7 - 18,7 - 19,2	3,2 - 5,9 - 9,3	3,0 - 3,9 - 6,0
GDP (éves növekedés, %)			
MNB (2023. június)	0,0 - 1,5	3,5 - 4,5	3,0 - 4,0
Consensus Economics (2023. május) ¹	(-0,7) - 0,1 - 1,0	0,8 - 3,0 - 4,3	
Európai Bizottság (2023. május) ²	0,5	2,8	
IMF (2023. április)	0,5	3,2	3,3
OECD (2023. június)	0,0	2,5	
Reuters-felmérés (2023. május) ¹	(-0,5) - 0,2 - 1,0	2,2 - 3,1 - 4,3	3,0 - 3,8 - 5,1
Folyó fizetési mérleg egyenlege³			
MNB (2023. június)	(-2,8) - (-1,8)	(-0,8) - (0,4)	0,2 - 1,6
Európai Bizottság (2023. május) ²	-3,5	-2,8	
IMF (2023. április)	-4,6	-1,9	-0,4
OECD (2023. június)	-2,0	-0,7	
Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)³			
MNB (2023. június)	-3,9	-2,9	-1,9
Consensus Economics (2023. május) ¹	(-5,1) - (-4,3) - (-3,4)	(-4,0) - (-3,4) - (-2,7)	
Európai Bizottság (2023. május) ²	-4,0	-4,4	
IMF (2023. április)	-3,9	-2,5	-2,9
OECD (2023. június)	-4,2	-4,0	
Reuters-felmérés (2023. május) ¹	(-5,0) - (-4,2) - (-3,8)	(-3,9) - (-3,3) - (-2,8)	(-2,9) - (-2,6) - (-1,9)
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2023. június)	(-0,3) - 0,9	2,4 - 3,3	1,9 - 2,7
EKB (2023. június)	0,9	1,5	1,6
Consensus Economics (2023. május) ¹	0,8	1,7	
Európai Bizottság (2023. május) ²	0,7	1,4	
IMF (2023. április) ²	0,7	2,0	2,3
OECD (2023. június) ²	0,6	1,5	

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

² 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.

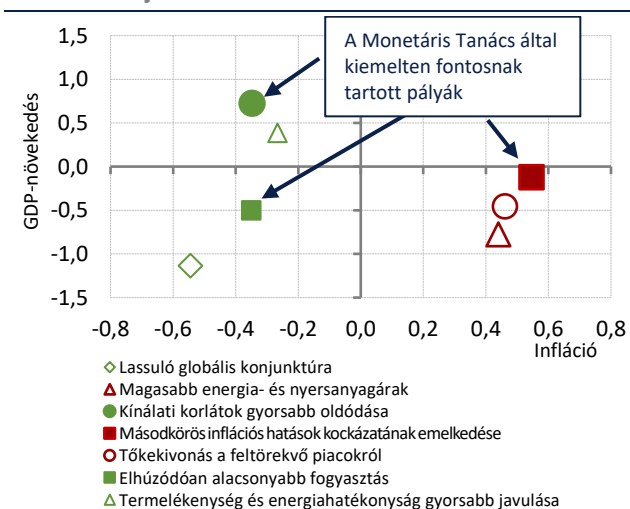
³ A GDP arányában.

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

2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács a júniusi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül három alternatív forgatókönyvet emelt ki. A kínálati korlátok gyorsabb oldódását bemutató forgatókönyv alacsonyabb inflációs és magasabb növekedési pályával áll összhangban. A másodkörös inflációs hatások kockázatának emelkedését feltételező forgatókönyv az alappályához képest magasabb inflációs és némiképp alacsonyabb növekedési pályával számol. Az elhúzódóan alacsonyabb fogyasztást bemutató forgatókönyv alacsonyabb növekedési és inflációs pályával áll összhangban. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív Szenárióként a lassuló globális konjunktúrával számoló, a magasabb energia- és nyersanyagárakat feltételező, a feltörekvő piacokról történő tőkekivonást bemutató, illetve a termelékenység és energiahatékonyság gyorsabb javulására alapozó pályákat tárgyalta.

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

Kínálati korlátok gyorsabb oldódása

Az utóbbi negyedévben több tényező is a kínálati korlátok gyorsabb oldódásának irányába mutatott. A globális értékláncokban lévő súrlódások mértéke a 2021 végén látott historikus csúcsról tovább mérséklődött az elmúlt hónapokban, amit a New York Fed által készített Global Supply Chain Pressure Index koronavírus-járvány előtti szint közelébe csökkenése is alátámaszt. Az index mérséklődését elsősorban a Nagy-Britanniából és Kínából történő szállítási idők rövidülése eredményezte, míg az Európai Unió területéről történő szállítási idők növekedtek. A Kínából Európába irányuló szállítmányok költsége az utóbbi másfél évben tapasztalt rekordok után érdemi korrekciót mutatott, a Freightos Baltic index a 15 000 dollár közeli szintről június elejére 1400 dollár alá csökkent.

A gáz, az áram és az olaj világpiaci ára érdemben mérséklődött, továbbá az ipari fémek és agrártermékek ára is csökkent. Előbbiek esetében a nikkelt, míg utóbbi termékek esetében a kukorica árának mérséklődése kiemelkedő. A nikkelt esetében keresleti hatások játszottak szerepet, mivel a kínai gazdaság újraindítása elmarad a várakozásoktól. A kukorica esetében ugyanakkor inkább a kínálati hatások domináltak, mivel a globális készletek emelkedése és a várhatóan jó termés hatott az árcsökkenés irányába.

A globális ellátási láncok problémáinak rendeződése, illetve az energia, valamint az ipari és agrártermékek árának mérséklődése még nem gyűrűzhetett be teljes mértékben a hazai termelési folyamatokba. Ugyanakkor a kedvező nemzetközi környezet előretételezve a magyar vállalatok termelését is pozitívan befolyásolhatja. A javuló nemzetközi folyamatok árhatásainak várakozásainknál gyorsabb begyűrűzése a hazai vásárlóerő és belső kereslet megerősödését okozhatja, ami magasabb GDP-növekedést

eredményez. A magyar vállalatok a növekvő hazai exportkapacitásoknak köszönhetően külpiaci részesedésünket növelhetik, amelyben meghatározó az akkumulátorgyártás dinamikus bővülése. A normalizálódó világgazdasági környezettel és cserearányokkal, valamint az elmúlt időszakban kiépült új exportkapacitások termelésbe állásával párhuzamosan a mérséklődő vállalati költségek az inflációs nyomást is csökkentik. A globális kínálati korlátok oldódása a hazai vállalatok inflációs várakozásainak mérséklődésében is tükröződik. Ezen felül a hazai hatóságok intézkedéseinek hatása megjelenik a vállalkozások árazási folyamatában, ami a profit-húzta infláció letörését is gyorsítja.

Alternatív pályánkban a kínálati zavarok gyorsabb enyhülése eredményeként az alappályánál magasabb termelékenységet, a vállalati költségek gyorsabb csökkenését, illetve a versenyhivatal határozott fellépése miatt a profitok által okozott infláció gyors mérséklődését feltételezzük. Az alternatív pálya megvalósulása esetén az infláció a vártnál alacsonyabban alakul, ami a reálbérek emelkedését és ezáltal a fogyasztás növekedését jelenti, valamint lazább monetáris kondíciókkal van összhangban és magasabb növekedési pályával konzisztens.

Másodkörös inflációs hatások kockázatának emelkedése

Az elmúlt hónapokban a hazai infláció gyorsuló ütemben 21,5 százalékra csökkent. A lakossági inflációs várakozások továbbra is magas szinten alakulnak, ugyanakkor mind a lakossági, mind a vállalati árvárakozások jelentősen mérséklődtek. A kiskereskedelmi értékesítésekre, illetve a szolgáltatásokra vonatkozó vállalati árvárakozások a tavalyi csúcstételek alatt tartózkodnak. Ugyanakkor a maginfláció, valamint az indirekt adóktól szűrt maginfláció csak áprilistól kezdett csökkenni, mely késlekedést a piaci szolgáltatások, azon belül is a telekommunikációs szektorhoz kötődő egyedi áremelések magyaráztak.

Az infláció elmúlt hónapokban megfigyelt csökkenése elsősorban a feldolgozott élelmiszerek, valamint az üzemanyagok inflációjának mérséklődésére vezethető vissza. A maginfláció csökkenése elsősorban a feldolgozott élelmiszerek inflációjának csökkenésével magyarázható. A piaci szolgáltatásokat továbbra is erős havi áremelkedés jellemzi.

Az elmúlt időszakban megfigyelt magas áremelkedést az élelmiszerek jelentős drágulása mellett a vállalatok a korábbi évek átlagánál számottevően nagyobb mértékű átárazása is magyarázta. Az infláció magas szintje nem csak a költségek növekedését tükrözi, hanem az ágazatok széles körében megfigyelhető vállalati profitok jelentős

emelkedése is hozzájárult. A legmarkánsabb különbség a ténylegesen megvalósult áremelkedés, illetve a költségek növekedése között a feldolgozott élelmiszerek esetén mutatható ki. De a negyedév során a maginfláció emelkedésének irányába hatottak a piaci szolgáltatások, azon belül is a telekommunikációs szektorhoz kötődő egyedi áremelések. A vállalatok árazási döntéseiben felerősödhetnek a visszatekintő elemek, amely jelentős másodkörös inflációs nyomást okozhat a gazdaságban, ezzel növelve a magas infláció perzisztenciáját a jövőben is.

Az alternatív forgatókönyv szerint a másodkörös inflációs hatások kialakulásának kockázata realizálódik, ami az infláció perzisztenciáját eredményezi. Ennek elsődleges kiváltó oka lehet, ha a vállalatok árazási döntéseiben felerősödnek a visszatekintő elemek, amely jelentős másodkörös inflációs hatást okozna a gazdaságban. A forgatókönyv megvalósulása az alappályánál magasabb infláció, valamint mérsékeltebb gazdasági növekedés irányába mutat.

Elhúzódoan alacsonyabb fogyasztás

Hazánkban a munkaerőpiac továbbra is historikusan feszes.

A Munkaerő-felmérés (MEF) adatai alapján 2023 áprilisában a 15-74 éves foglalkoztatottak átlagos létszáma 4 millió 710 ezer fő volt. 2023 első negyedévében a foglalkoztatottak átlagos létszáma 4 millió 696 ezer főt tett ki, amely 21 ezerrel több, mint az előző év azonos időszakában. Az év első három hónapjának átlagában az elsődleges munkaerőpiacon foglalkoztatottak száma 18 ezer fővel, a külföldi telephelyen dolgozók száma 14 ezer fővel emelkedett, míg a közfoglalkoztatottak száma 10 ezer fővel csökkent az előző év azonos időszakához képest.

A munkanélküliek száma 190 ezer fő volt áprilisban, ami 20 ezer fővel több az előző év azonos időszakához képest, így összességében a munkanélküliségi ráta 3,9 százalékon alakult. A szezonálisan igazított adatok alapján 2023 áprilisában a regisztrált álláskeresők száma nem változott márciushoz képest, és továbbra is alacsonyabb, mint a koronavírus-járvány kitörése előtti hónapokban.

A munkaerőpiaci folyamatokba nem épült be a reálgazdasági teljesítmény mérséklődése. Ennek oka egyrészt, hogy a vállalatok foglalkoztatási döntéseit befolyásolhatja, ha a gazdasági visszaesést átmenetinek tekintik, mely a munkavállalók megtartását ösztönzi a feszes munkaerőpiaci környezetben, ahol nehéz az új munkavállalók felvétele. Másrészt a magas inflációs környezetben a vállalatok áremeléseiket könnyebben hajtják végre, így hazánkban az OECD országok között is kiemelkedő a vállalati profitráta, amely lehetővé teszi a bértömeg fenntartását, miközben a reálbérek csökkennek.

Alternatív pályánkban arra számítunk, hogy a csökkenő gazdasági teljesítmény hatására mérséklődik a munkaerőpiac feszessége és alkalmazkodás megy végbe. Ennek eredményeként csökken a foglalkoztatottság. A kedvezőtlenebb munkaerőpiaci kilátások a fogyasztás visszafogását eredményezik, ami alacsonyabb inflációs pályával konzisztens.

További kockázatok

A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács négy további alternatív pályát mérlegelt. 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. A covid válságot követően ugyan a német szolgáltatószektor tudott növekedni, de a feldolgozóipar nem bővült érdemben, és az új megrendelések szintje nem érte el a pandémia előtti szintet. Mindezek mellett az alappályához képest alacsonyabb inflációs pálya valósul meg, ami lazább monetáris kondíciókat indokol.

A magasabb energia- és nyersanyagárakat feltételező alternatív pályánkban globális kínálati problémákat és elhúzódó háborús környezetet feltételezünk, amelynek hatására hazánk külső egyensúlyi helyzete az alappályánál kedvezőtlenebbül alakul. A nyersanyagpiaci zavarok és a magasabb árak tartós fennmaradásának irányába mutató kockázatok realizálódása felfelé ható nyomást helyez a globális inflációra. Az alternatív pálya megvalósulása esetén így a külső inflációs környezet a vártnál magasabban alakul, ami begyűrűzik a hazai árakba. Mivel a hazai gazdaság nyersanyagimportőr, ezért a külső és a belső egyensúlyi folyamatok is kedvezőtlen irányba módosulnak, ami a kockázati prémiumot is emeli. A forgatókönyv megvalósulása esetén az alappályához képest szigorúbb monetáris kondíciók válhatnak indokolttá.

A feltörekvő piacokról történő tőkekivonást feltételező alternatív pályánkban magasabb globális inflációval számolunk. Ennek következtében a meghatározó jegybankok monetáris politikája tovább szigorodik, ami hazánk esetén a monetáris kondíciók relatív értelemben lazábbá válását jelenti. Ebben a környezetben, figyelembe véve az országspecifikus sérülékenységi szempontokat (infláció, külső egyensúly) is, 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, így szigorúbb monetáris kondíciók válnak szükségessé

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

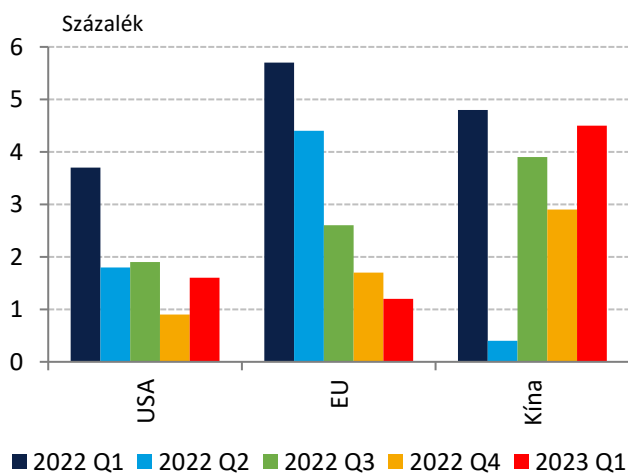
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok értékelése

Az első negyedév során a meghatározó gazdaságok többségében az elemzői várakozások felett alakult a gazdasági növekedés. Az első negyedévben az Európai Unió gazdaságaiban csökkent az infláció, ugyanakkor a tagországok nagyobb részében a mérséklődő reálbérek mellett jelentősen visszaesett a lakossági fogyasztás. A mérséklődő gazdasági aktivitás ellenére a munkaerőpiac feszes maradt az EU-ban. A nemzetközi konjunktúra – és különösképpen az európai gazdasági kilátások – alakulására továbbra is jelentős kockázatot jelent a folytatódó orosz-ukrán háború és az arra reagáló szankciós politikák. Az Egyesült Államokban a Federal Reserve májusban tovább emelte, majd júniusban szinten tartotta az irányadó kamatlábat, azonban előretételezve némi további szigorítást helyezett kilátásba. A jegybank emellett folytatta a 2022. júniusban megkezdett mérlegszűkítését. Az EKB folytatta kamatemelési ciklusát, valamint jelezte, hogy júliustól leáll az APP program keretében vásárolt, lejáró értékpapírok újrabefektetésével. A régióban a román, a cseh és a lengyel jegybankok szinten tartották az alapkamatot.

3.1.1. A nemzetközi konjunktúra alakulása

2023 első negyedévében az EU-ban tovább lassult a gazdasági növekedés üteme, míg Kínában és az USA-ban éves alapon gyorsult a kibocsátás bővülése (3-1. ábra). A meghatározó gazdaságok többségében az előzetes várakozások felett alakult a GDP-növekedés. Az Egyesült Államok gazdasága az év első három hónapjában 1,6 százalékkal emelkedett éves és 1,3 százalékkal negyedéves bázison. A növekedéshez nagy mértékben hozzájárult a háztartások fogyasztása. Kínában a szigorú járványügyi korlátozások feloldásának köszönhetően az elmúlt negyedévet jelentősen meghaladó, 4,5 százalékos éves növekedést regisztráltak, míg negyedéves bázison 2,2 százalékkal bővült a kibocsátás. A bejövő adatok azonban az év eleji felpattanás után lassulást vetítenek előre. Májusban a kiskereskedelmi forgalom és az ipari termelés növekedési üteme is mérséklődött éves összevetésben. 2023 első negyedévében az EU gazdasága és az eurozónáé is 1,0 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. Az Európai Unió 27 országa közül negyedéves alapon 8 tagországban csökkent a GDP. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország kibocsátása 2023 első negyedévében 0,5 százalékkal csökkent éves bázison.

3-1. ábra: A GDP éves alapú növekedésének alakulása a meghatározó gazdaságokban

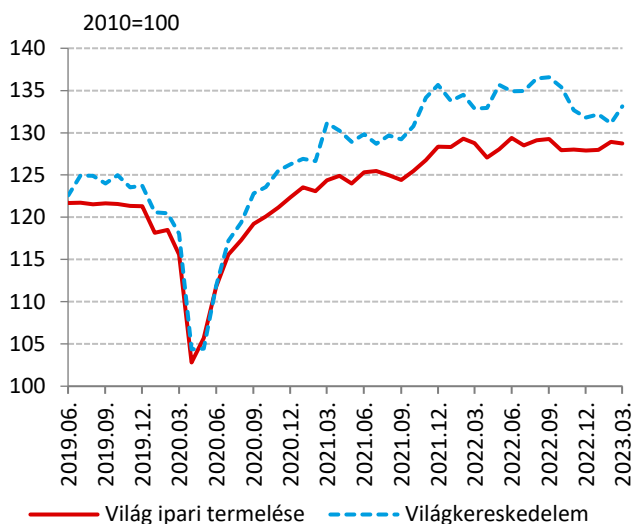


Megjegyzés: Szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok alapján.

Forrás: Trading Economics, FRED, Eurostat

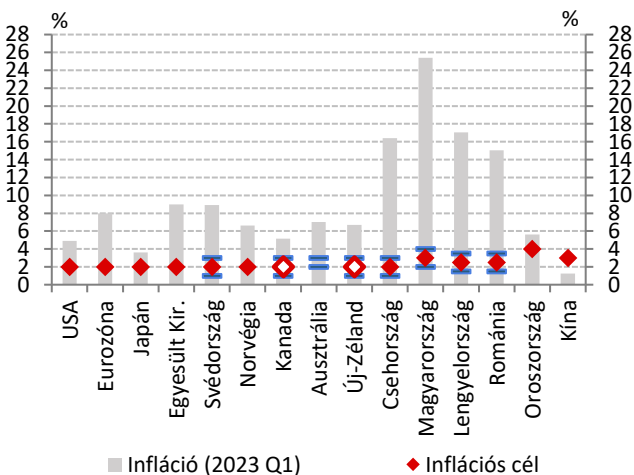
A nemzetközi konjunktúra – és különösképpen az európai gazdasági kilátások – alakulására továbbra is jelentős kockázatot jelent a folytatódó orosz-ukrán háború, az arra adott szankciós politikák. A háború következményeként visszaeső globális ipari termelés és kereskedelem a második negyedévtől már erős dinamikát mutatott, a növekedés azonban az év végén megtört. Az elmúlt negyedévekhez képest jelentősen megnövekvő kínai gazdasági aktivitásnak és az ellátási láncokban fellépő zavarok további mérséklődésének a hatása azonban nem mutatkozott meg.

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



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.
 Forrás: CPB

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



Megjegyzés: A kék vonalak 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 rombuszal jelöltünk.
 Forrás: OECD, FRED, National Institute of Statistics Romania, Statistics Sweden, Federal State Statistics Service

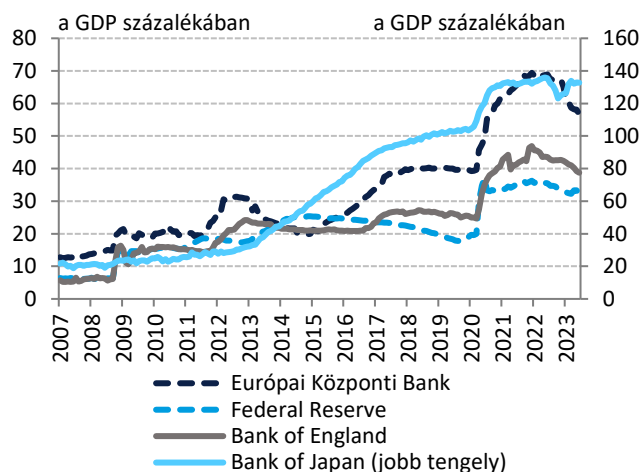
Az év első hónapjaiban a globális ipari termelés a korábbi stagnálás után csak kis mértékben bővült, míg a kereskedelem az elmúlt hónapok jelentős visszaesése után márciusban kis mértékben nőni tudott, azonban továbbra is a tavaly év végi szint alatt alakul. (3-2. ábra). Az elmúlt hónapokban a főbb nyersanyagárak további csökkenése és az infláció mérséklődése, illetve a kedvező munkaerőpiaci helyzet mind a globális konjunktúrát támogató tényezők. Ugyanakkor a korábbinál magasabb kamatpályák, az elhúzódó infláció, a jelentősen visszaeső reálbérek és a csökkenő lakossági fogyasztás miatt a globális és európai növekedési kilátások a márciusi előrejelzéshez képest érdemben nem változtak. A nemzetközi konjunktúraindexek alapján a fogyasztói bizalom az EU gazdaságaiban továbbra is rendkívül alacsony szinten áll, míg az üzleti hangulat romlott.

3.1.2. Nemzetközi monetáris politikai, inflációs és pénzügyi folyamatok

A globális infláció mérséklődött az elmúlt hónapokban, a maginfláció azonban csak kismértékben csökkent, egyes országokban pedig tovább emelkedett. A fejlett gazdaságok többségében az inflációs ráta továbbra is érdemben meghaladja a jegybanki célértékeket (3-3. ábra). Figyelembe véve az elmúlt hónapokban tapasztalt pénzügyi szektort érintő zavarokat, valamint a kamatpálya tetejének közeledését, a meghatározó jegybankok közül az EKB a korábbiaknál lassabb ütemben folytatta az irányadó ráta emelését, a Federal Reserve pedig a májusi kamatemelés után júniusban szinten tartotta az irányadó rátát. A régióban a cseh, a lengyel és a román jegybank változatlan szinten tartotta az alapkamatot.

Az Egyesült Államokban csökkent az infláció, a maginfláció azonban továbbra is magas szinten van. A CPI inflációs mutató a márciusi 5,0 százalékról áprilisban 4,9 százalékra, majd májusban 4,0 százalékra csökkent. A maginfláció a márciusi 5,6 százalékról áprilisban 5,5 százalékra, majd májusban 5,3 százalékra mérséklődött. A PCE inflációs mutató a februári 5,1 százalékról márciusban 4,2 százalékra csökkent, míg áprilisban 4,4 százalékra növekedett. Az infláció szerkezetét tekintve, jelenleg a szolgáltatások inflációja dominál.

Az Egyesült Államokban a Federal Reserve változatlan szinten tartotta az irányadó ráta célsávját a júniusi ülésén, miután májusban 25 bázisponttal 5,00-5,25 százalékra emelte azt. Az alapkamat júniusi tartása ugyanakkor nem jelenti a kamatemelési ciklus lezárását, a Fed Nyíltpiaci Bizottságának valamennyi tagja szerint némi további szigorítás indokolt az idei év végéig. Jerome Powell, Fed elnök elmondta, hogy az inflációs nyomás továbbra is

3-4. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban


Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

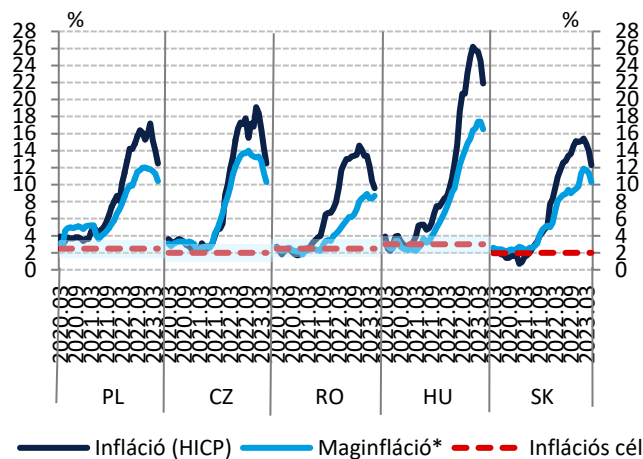
magas, így az infláció 2 százalékra csökkentése még hosszú időbe telik. A Fed döntéshozói júniusban felfelé módosították az irányadó rátára vonatkozó várakozásait, melynek mediánja 2023-ban 5,6 százalékra, 2024-ben 4,6 százalékra, 2025-ben pedig 3,4 százalékra emelkedett. A márciusban kialakult pénzügyi turbulencia miatt bevezetett likviditásnyújtó intézkedések következtében átmenetileg 300 milliárd dollárral növekedett, majd ismét fokozatosan csökkent a Fed mérlegfőösszege, amely 2023. június elején 8439 milliárd dolláron, a GDP 31,9 százalékán alakult (3-4. ábra).

Az euroövezetben az infláció a márciusi 6,9 százalékos szintjéről áprilisban 7,0 százalékra emelkedett, majd májusban 6,1 százalékra csökkent. A maginfláció a márciusi 5,7 százalékos szintjéről áprilisban 5,6 százalékra, majd májusban 5,3 százalékra mérséklődött. Júniusi előrejelzésében a központi bank felfelé módosította inflációs előrejelzését, mely alapján 2023-ban 5,4 százalékon, 2024-ben 3,0 százalékon, 2025-ben pedig 2,2 százalékon alakulhat az infláció.

Az EKB a korábbiaknál lassabb ütemben folytatta kamatemelési ciklusát, valamint jelezte, hogy júliustól leáll az APP program keretében vásárolt, lejáró értékpapírok újrabefektetésével. A jegybank tehát lassított a kamatemelési ütemen, azonban mérlegesszövegén keresztül júliustól a korábbiaknál nagyobb mértékben fog szigorítani. A jegybank májusi és júniusi kamatdöntő ülésén 25-25 bázisponttal emelte az irányadó rátákat. Az EKB kamatemelési döntéseit azzal indokolta, hogy az infláció előretekinve továbbra is túl sokáig marad emelkedett szinten. Christine Lagarde, az EKB elnöke júniusban elmondta, hogy további kamatemelésre lehet szükség, mivel az infláció a korábban vártnál tartósabbnak bizonyul, annak ellenére, hogy az energiaárak csökkennek és a kínálati láncok zavarai enyhülnek. Június végéig az APP portfólió eszközállománya átlagosan havi 15 milliárd euróval csökken, majd júliustól megszűnik az APP program keretében vásárolt eszközök újrabefektetése, így gyorsulni fog az eszközállomány leépülése, várhatóan átlagosan havi 25 milliárd euróra. A PEPP keretében vásárolt, lejáró értékpapírokat legalább 2024 végéig újrabefekteti a jegybank. Az euroövezeti bankoknak júniusban 476,8 milliárd euro értékben kell visszafizetniük a lejáró TLTRO III hiteleiket, ami jelentős mértékben fogja csökkenteni az EKB mérlegfőösszegét. Az EKB mérlegfőösszege 2023. június elején 7713 milliárd eurón, a GDP 56,6 százalékán alakult (3-4. ábra).

A japán jegybank nem változtatott a többlettartalékokra vonatkozó -0,1 százalékos kamaton az elmúlt

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.

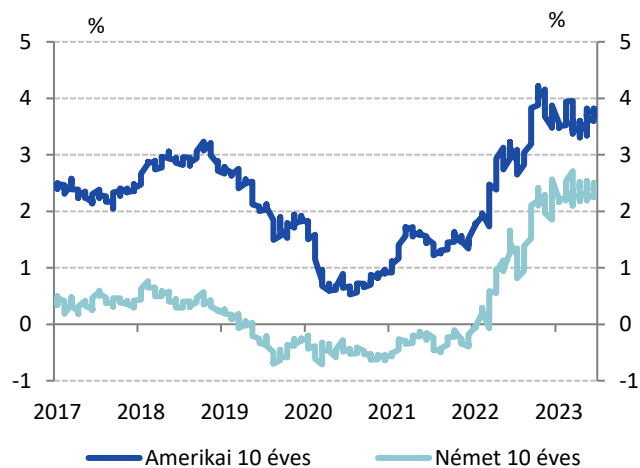
Forrás: Eurostat

negyedévben. A jegybank emellett változatlanul hagyta a 10 éves állampapírpiazi hozamra megállapított 0 százalékos célját. A hozamcél megtartása érdekében a jegybank munkanapokon korlátlan mennyiségű államkötvény vásárlására tesz ajánlatot 0,5 százalékos fix kamattal, ami egyben a jegybank hozamcéljának felső határa. A tőzsdén kereskedett részvényalapokat (ETF) 12 ezer milliárd jen, míg japán ingatlanalapokat (JREIT) 180 milliárd jen felső keretösszeggel vásárolhat a jegybank. A vállalati kötvény és értékpapírosított hitelinstrumentum vásárlások a koronavírus előtti ütemben, a vállalati kötvények esetében 3 ezer milliárd jen, az értékpapírosított hitelinstrumentumok esetében pedig 2 ezer milliárd jen értékben folytatódnak. A jegybank mindaddig folytatja mennyiségi és minőségi lazítási programját (QQE), ameddig az infláció stabilan el nem éri a 2 százalékos árstabilitási célt. A jegybank új elnöke, Kazuo Ueda jelezte, hogy megfelelő a laza monetáris politika fenntartása, ugyanakkor hosszú távon szükséges a jelenlegi keretrendszer felülvizsgálata, amit meg is kezdett a jegybank. Az infláció a februári 3,3 százalékról márciusban 3,2 százalékra csökkent, majd áprilisban 3,5 százalékra emelkedett. A jegybank GDP arányos mérlegfőösszege 2023. június elején 132,7 százalékon alakult (3-4. ábra).

A kínai jegybank júniusban 10 bázisponttal 2,65 százalékra csökkentette a középtávú hiteleszköz kamatlábát, valamint szintén 10 bázisponttal 1,9 százalékra mérsékelte az egyhetes lejáratú fordított repo eszközeinek kamatát. Májusban a jegybank nettó 25 milliárd jüannal (körülbelül 3,5 milliárd USA dollár) növelte az irányadó eszköz révén a bankrendszernek nyújtott likviditás mennyiségét. A likviditásbővítés tavaly november óta nem volt ilyen alacsony. Az infláció a márciusi 0,7 százalékos szintjéről áprilisban 0,1 százalékra mérséklődött, majd májusban 0,2 százalékra emelkedett. A jegybank mérlegfőösszege január óta csökkent, április elején a jegybanki mérlegfőösszeg a GDP 34,9 százalékán alakult.

A lengyel jegybank változatlan szinten, 6,75 százalékon tartotta irányadó rátáját. Előretekintve, a jegybank a további lépésekről a beérkező inflációs, növekedési és munkaerőpiaci adatok alapján fog dönteni. Adam Glapinski, a lengyel jegybank elnöke elmondta, hogy szeptemberre az infláció 10 százalék alá csökkenhet. A jegybankelnök szerint a csökkenő inflációs pálya mellett irracionális lenne a kamatok további emelése, azonban kamatsökkentésre abban az esetben kerülhet csak sor, ha az infláció egyértelműen a cél irányába konvergál. Az infláció a márciusi 16,1 százalékról áprilisban 14,7 százalékra, majd májusban

3-6. ábra: A 10 éves amerikai és német állampapírhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

13,0 százalékra mérséklődött. A harmonizált fogyasztóiár-index 12,5 százalék volt májusban (3-5. ábra).

A cseh jegybank változatlan szinten, 7,0 százalékon tartotta az alapkamatot. A legutóbbi, májusi kamatdöntő ülést követő közlemény szerint a döntéshozók a következő ülésen fognak dönteni arról, hogy a jelenlegi szinten tartásuk vagy emeljék-e az irányadó rátát. A jegybank továbbra is megakadályozza a cseh korona árfolyamának túlzott ingadozását. Az infláció a márciusi 15,0 százalékról áprilisban 12,7 százalékra, majd májusban 11,1 százalékra mérséklődött. A harmonizált fogyasztóiár-index májusban 12,5 százalék volt (3-5. ábra). A jegybank előrejelzése alapján az év második felében 10 százalék alá csökkenhet az infláció.

A román jegybank májusi kamatdöntő ülésén 7 százalékon tartotta az irányadó rátát. Az infláció a márciusi 14,5 százalékról áprilisban 11,2 százalékra, majd májusban 10,6 százalékra mérséklődött. A harmonizált fogyasztóiár-index májusban 9,6 százalék volt (3-5. ábra). A jegybank májusi előrejelzése szerint az éves inflációs ráta a harmadik negyedévben valószínűleg az egy számjegyű tartományba csökken, az előrejelzési horizont végén azonban kissé a célsáv fölött marad.

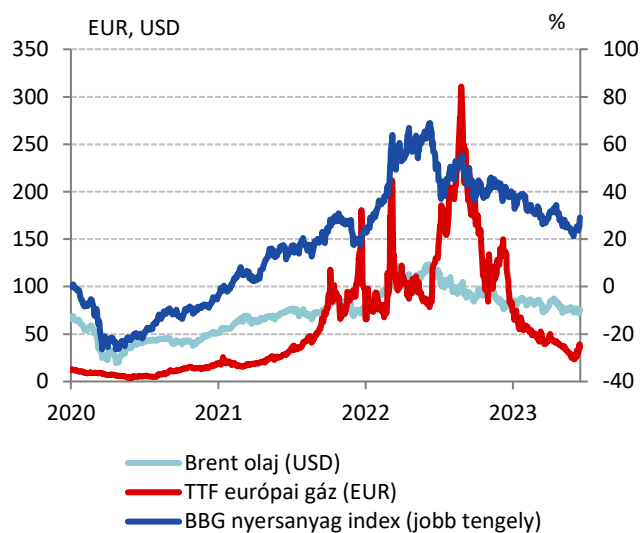
A pénz- és tőkepiaci hangulat összességében javult. A március óta eltelt időszak során elsősorban az amerikai bankszűkítést követően kibontakozó piaci turbulenciák enyhülése, a globálisan meghatározó jegybankok monetáris politikájával kapcsolatos várakozások, valamint a beérkező makrogazdasági adatok hatására javult a befektetői kockázatvállalási kedv. A befektetői hangulatot továbbra is meghatározza a globálisan magasan alakuló inflációs környezet. A fejlett gazdaságokban az elsődleges inflációs mutatók már enyhülést jeleztek az elmúlt hónapokban, a pozitív képet ugyanakkor árnyalja a maginfláció emelkedett szinteken ragadása, amely a belső keresletből adódó inflációs nyomás tartós fennmaradását eredményezheti. A piaci hangulatra negatívan hatottak az amerikai adósságplafon elérésével ismételt kiújuló, egyes lejáró kötvények nemfizetésével fenyegető kockázatok, valamint az ukrajnai orosz invázió jelentette állandósult bizonytalanság. Az elmúlt időszakban megjelent globális növekedésre vonatkozó előrejelzések javuló képet festettek az idei évről, míg a következő két év növekedésére vonatkozó várakozások enyhén mérséklődtek. Az elmúlt hónapok során a beérkező makrogazdasági adatok összességében pozitív meglepetést jelentettek a piacok számára, míg az inflációs adatok a kezdeti pozitív irányú meglepetéseket követően már a várakozásokhoz képest

alacsonyabb szinten alakultak globálisan, ami szintén kedvezően hatott a globális pénzügyi hangulatra.

Az elmúlt időszakban a nyersanyag- és olajárak enyhén tovább mérséklődtek, miközben az európai gáz ára kétéves mélyponthoz is közelített. (3-7. ábra) Az elmúlt negyedévben összességében a korábbiakhoz hasonlóan változékony hangulat érvényesült a pénzügyi piacokon, azonban a kockázati mutatók enyhén csökkentek. A pénzügyi volatilitás jelenleg a március végén tapasztaltnál képest csökkent. A fejlett részvényindexek átlagosan mintegy 10 százalékkal kerültek magasabbra, miközben a feltörekvő gazdaságokat tömörítő index 5 százalékkal emelkedett. A dollár fejlett devizákkal szembeni árfolyama jellemzően gyengült, így az euróhoz képest 1 százalékkal, a svájci frankoz és az angol fonthoz képest 2,5, illetve 4,4 százalékkal gyengült. A japán jennel szemben 8 százalékkal erősödött. A fejlett piaci hosszú kötvényhozamok emelkedtek, az amerikai és a német 10 éves hozam közel 30 bázisponttal került magasabbra (3-6. ábra). A feltörekvő piaci kötvényhozamok eltérően alakultak, a régió hosszú hozamai közül a lengyel enyhén nőtt, míg a magyar, a cseh és a román hozamok mérséklődtek.

Továbbra is szigorú monetáris politikát vár a piac a fejlett jegybankoktól. A piaci árazások alapján a Fed idén még nem kezdi meg mérsékelni kamatszintjét, ami a március végi várakozásokhoz képest a lazítás későbbre tolódását jelenti. Az EKB részéről a piaci árazások alapján az idei évben további 45 bázispont szigorítást várnak, majd a jövő év elejétől áraznak kamatcsökkentéseket, így a piaci szereplők itt is későbbre árazzák a lazítás lehetőségét a március végi várakozáshoz képest.

3-7. ábra: Nyersanyagárak alakulása

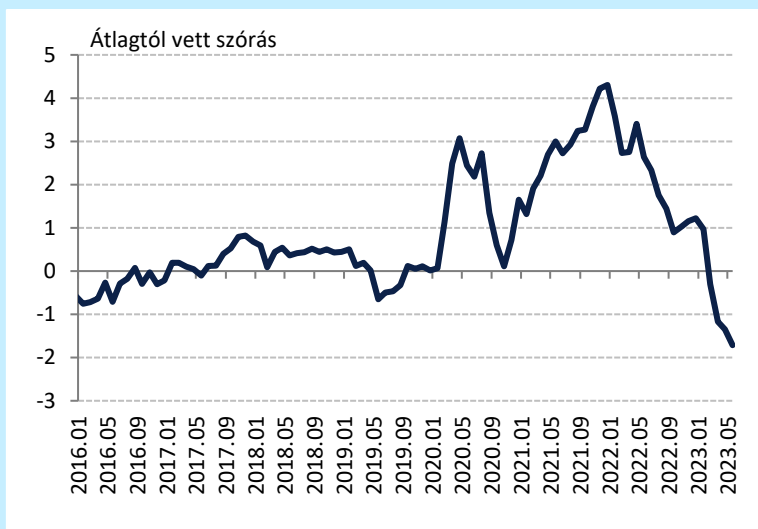


Forrás: Bloomberg

3-1. keretes írás: A termelési láncok normalizálódása

Az elmúlt évek zavarai után a globális ellátási láncokra nehezedő nyomás jelentősen enyhült. A Covid járvány miatt hozott szigorú korlátozó intézkedések szakadásokat okoztak az ellátási láncokban: számos termék, mint például az elektronikus eszközök gyártása során felhasznált chippek iránti kereslet rövid idő alatt jelentősen megnőtt, ezzel párhuzamosan számos nyersanyag szállítása és a globális ipari termelés korlátokba ütközött a lezárások miatt. Ezt később fokozta az Oroszország által indított háború és az arra válaszul bevezetett szankciós intézkedések, amelyek további súrlódásokat eredményeztek a nyersanyagok piacán. A globális értékláncokban fellépő zavarok 2021 végére historikusan magas szintre emelkedtek (3-8. ábra). Ugyanakkor azóta jelentős korrekció ment végbe, az idei év első hónapjaiban pedig a lassuló globális konjunktúra és csökkenő kereslet mellett a Covid válságot megelőző évek átlaga alatt alakult a globális értékláncok súrlódásának mértékét mérő index.

3-8. ábra: A Globális értéklánc súrlódás index (GSCPI) alakulása

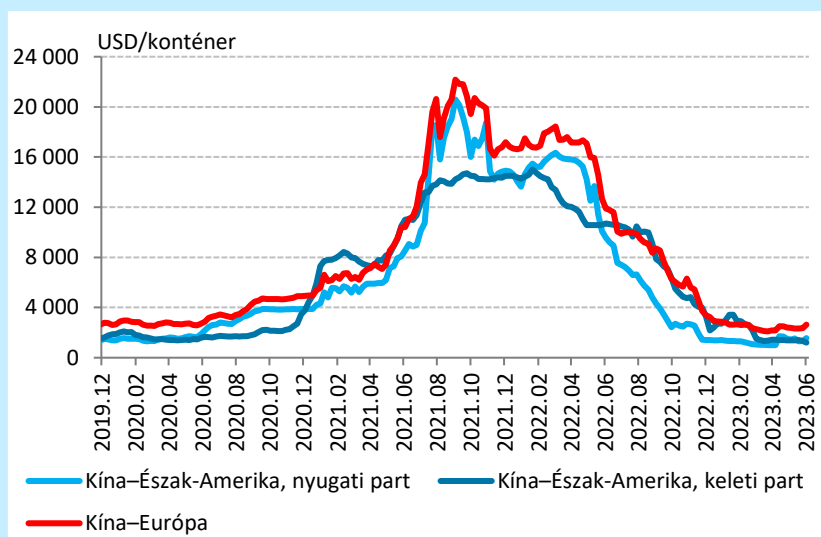


Megjegyzés: A mutató olyan indikátorokból épül fel, melyek képesek megragadni a globális értékláncon lévő nyomást belső és nemzetközi szempontok szerint is. Ezek közé tartoznak a szállítási költség-indexek, továbbá a beszerzésimenedzser-indexek bizonyos alindexei (pl. szállítási idő, készletek stb.).

Forrás: Federal Reserve Bank of New York

A 2019-es szintek alá csökkentek a globális tengeri szállítási költségek (3-9. ábra). A Covid járvány során jelentősen bővült a globális árukereslet, ami - a már korábban is munkaerőhiánnyal szembesülő tengeri kikötőkben - nagy mértékben megnövelte a teherhajók várakozási idejét. A hosszabb várakozási idő következtében a tengeri szállítás konténerenkénti árai a többszörösükre emelkedtek 2020-2021-ben. Míg 2019 végén a Kína-Európa kereskedelmi irány esetében a konténerenkénti ár 2600 dollár körül alakult, addig 2021 második felében a 22 000 dollárt is meghaladta. A konténer árak az árak iránti globális kereslet csökkenésével és a termelési láncok normalizálódásával 2023 második negyedévében a válság előtti szint alá csökkentek. A három legfontosabb kereskedelmi irányt figyelembe véve a legmagasabb átlagos értékhez képest 2023 júniusára 91,2 százalékkal mérséklődtek a szállítási költségek.

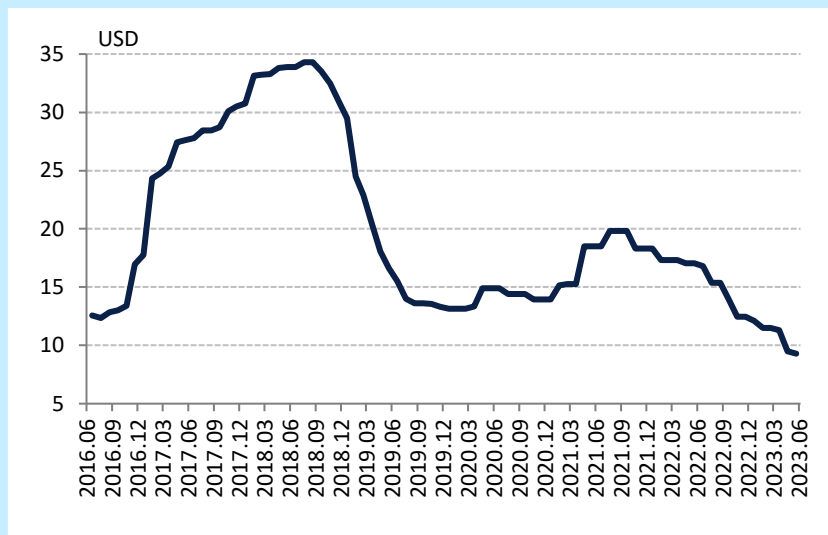
3-9. ábra: A Freightos Baltic Index alakulása a Kínából érkező szállítmányok esetében



Megjegyzés: A Freightos Baltic Index (FBX) összesített és anonimizált valós idejű üzleti adatokon alapul a globális teherfuvarozóktól és szállítványozóktól, amelyek a WebCargo by Freightos fuvardíj-kezelő platformot használják. Az FBX globális index a 12 mögöttes regionális útvonalindex súlyozott átlaga. Minden egyes kereskedelmi irányt az indexben az egyes régiók 5-7 fő kikötője képvisel. Forrás: Bloomberg

A Covid válságot megelőző, amerikai-kínai kereskedelmi háború hatására zavarok jelentkeztek a globális félvezetőgyártásban. Ezt tovább fokozta, hogy 2020-tól a szigorú járványügyi intézkedések hatására nagy mértékben megnőtt az otthoni munkavégzéshez, tanuláshoz szükséges és egyéb elektronikai termékek iránti kereslet. Ez a lezárások miatt kieső termelőkapacitásokkal együtt jelentősen megnövelte a félvezetők világpiaci árát. A kereslet folyamatos csökkenése mellett azonban az idei évre jelentős korrekció ment végbe, ami az elmúlt évek átlagánál érdemben alacsonyabb világpiaci árat eredményezett (3-10. ábra).

3-10. ábra: A félvezetők (chipek) árának alakulása



Megjegyzés: Az inSpectrum Tech PC DRAM index a chipek fajtáit széles körben lefedő, például laptopokban, háztartási eszközökben, LED-izzókban és orvosi eszközökben is használt félvezetők árát összegzi.

Forrás: Bloomberg

A globális termelési láncokban fellépő zavarok eltérően hatottak az egyes hazai ágazatokra, azonban minden területen javulás figyelhető meg az elmúlt időszakban. Az iparban volt a legjelentősebb a nyersanyag- és eszközhiány, míg a szolgáltatászektorban kevésbé és késleltetve jelentkeztek a kedvezőtlen hatások. A magyar vállalatok körében végzett felmérések eredménye azt mutatja, hogy 2023 első két negyedében az iparban az elmúlt évek átlagánál már nem volt magasabb, míg az építőiparban alacsonyabb volt azon válaszadók aránya, akik szerint a nyersanyag- és eszközhiány súlyos korlátot jelent a kibocsátásra (3-1. táblázat). A chipek szállítási ideje is jelentősen csökkent: míg 2022 második negyedében átlagosan 27 hét volt a rendeltéstől gyártásig és szállításig tartó várakozási idő, ez 2023 első negyedére átlagosan 22,4 hétre csökkent. Ezzel párhuzamosan az áru- és nyersanyagpiaci árak alakulása is az ellátási láncok helyreállítását tükrözi. Az ipari termelésben kiemelt fontosságú alumínium és réz árszintje meghaladja a Covid válságot megelőző időszakot, azonban az elmúlt évtől kezdve jelentősen csökkent. A chipek gyártásához elengedhetetlen szilícium esetében csak az idei évben több, mint 20 százalékos árcsökkenést regisztráltak. A hazai ipari termelésben kiemelt fontosságú földgáz esetében az európai gázpiaci határidős árak az idei évben közel 70 százalékkal, míg a Brent kőolaj esetében közel 10 százalékkal csökkentek.

3-1. táblázat: Az eszköz- és nyersanyaghiány alakulása a hazai iparban, építőiparban és szolgáltatószektorban, illetve a globális félvezetőhiány és szállítási költségek szintje

	Ipar	Építőipar	Szolgáltatás	Chipek szállítási ideje	Szállítási költségek	Átlagolt index
2018 Q1	-0,1	0,8	0,5	-0,7	-0,6	0,6
2018 Q2	-0,8	1,3	1,5	-0,6	-0,6	0,6
2018 Q3	-0,3	1,7	1,4	-0,5	-0,5	0,9
2018 Q4	-0,2	1,6	1,8	-0,6	-0,4	1,0
2019 Q1	-0,2	1,5	1,3	-0,7	-0,5	0,9
2019 Q2	-0,2	0,8	1,3	-0,8	-0,6	0,8
2019 Q3	-0,5	0,5	0,8	-0,9	-0,6	0,5
2019 Q4	-0,8	0,1	-0,5	-1,0	-0,6	-0,1
2020 Q1	-0,1	-0,2	-0,9	-0,9	-0,5	0,0
2020 Q2	-0,3	-0,2	0,2	-0,8	-0,5	-0,5
2020 Q3	-0,9	-0,7	-0,7	-0,8	-0,3	-0,7
2020 Q4	-0,9	-0,7	0,4	-0,7	-0,1	-0,4
2021 Q1	0,4	-0,4	0,2	-0,3	0,4	0,0
2021 Q2	0,9	0,8	0,0	0,4	0,8	0,3
2021 Q3	3,1	1,9	-0,5	1,0	2,4	1,0
2021 Q4	2,8	1,5	-1,3	1,3	2,5	0,9
2022 Q1	2,0	1,0	-0,7	1,5	2,3	0,8
2022 Q2	2,8	1,5	0,6	1,7	1,8	1,0
2022 Q3	0,9	0,6	1,3	1,6	0,8	0,6
2022 Q4	0,6	0,5	0,1	1,4	-0,1	0,0
2023 Q1	0,0	-0,3	-0,1	0,8	-0,5	-0,3
2023 Q2	0,0	-0,7	0,4		-1,0	-0,2

Megjegyzés: A táblázatban szereplő értékek a három hazai szektor esetében azt mutatják, hogy a felmérésben részt vevő vállalatok körében az elmúlt évek átlagához képest hogyan alakult azon válaszadók aránya, akik szerint az alapanyag- és nyersanyaghiány jelentős korlátot jelent a vállalat kibocsátására. A chipek szállítási ideje esetében a táblázatban szereplő értékek azt mutatják, hogy az elmúlt évek átlagához képest hogyan alakult a megrendelés és a leszállítás között eltelt idő. Erre vonatkozóan nem érhető el adat 2023 második negyedévére. A szállítási költségekre vonatkozó értékek azt mutatják, hogy az elmúlt évek átlagához képest hogyan alakultak a tengeri szállítási költségek konténerenkénti árai.

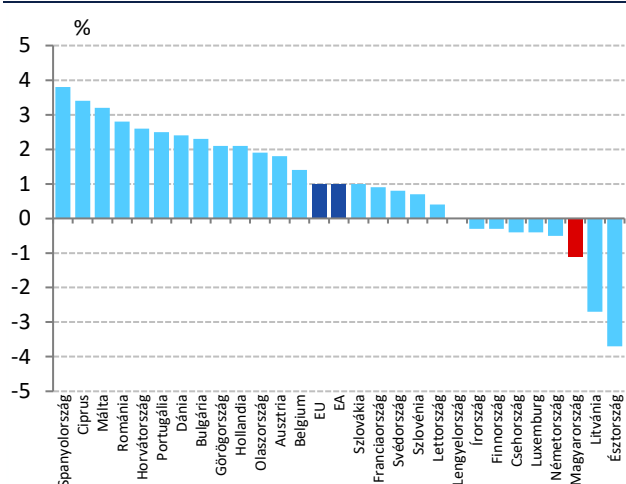
Forrás: MNB

A globális ellátási láncokkal kapcsolatos kilátások jelentősen javultak. Az idei évben mérséklődött az alapanyaghiány és csökkentek a szállítási költségek. A gazdaságokban fellépő zavarok enyhüléséhez azonban nagy mértékben hozzájárult az egyre lassuló globális konjunktúra. A nemzetközi árukereskedelem az idei évben jelentősen visszaesett, míg az ipari kibocsátás nem tudott érdemben növekedni, így a termelési láncokban fellépő zavarok oldódásával az év további részében a csökkenő kereslet foghatja vissza a termelést.

3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése

2023 első negyedében csökkent a magyar gazdaság teljesítménye, a bruttó hazai termék éves bázison 0,9 százalékkal, negyedéves alapon 0,3 százalékkal esett vissza. A termelés oldali folyamatokat tekintve a mezőgazdaság (+20,2 százalék) és a szolgáltatások (+1,1 százalék) bruttó hozzáadott értéke nőtt, míg az ipar teljesítménye 3,2 százalékkal, az építőipar pedig 8,6 százalékkal csökkent éves alapon 2023 első negyedében. Felhasználási oldalon a nettó exporton kívül minden tétel csökkent. A háztartások fogyasztása 3,9 százalékkal, a bruttó állóeszköz-felhalmozás 6,0 százalékkal, a közösségi végső fogyasztás pedig 0,6 százalékkal mérséklődött. A készletváltozás szintén mélyítette a gazdaság visszaesését (-1,9 százalékpont), amit egyedül a nettó export enyhített (+4,4 százalékpont).

3-11. ábra: A GDP éves változása 2023. első negyedében az Európai Unió országaiban



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok.

Forrás: Eurostat, MNB

2023 első negyedében csökkent a magyar gazdaság teljesítménye, a bruttó hazai termék 0,9 százalékkal mérséklődött éves alapon a nyers adatok szerint. A nemzetközi összevetéshez használt szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján az előző év azonos időszakához képest 1,1 százalékkal, az előző negyedévhez képest 0,3 százalékkal csökkent a GDP. Az EU és az eurozóna gazdasága is 1,0 százalékkal bővült éves bázison (3-11. ábra). Az Európai Unióhoz viszonyított növekedési többletünk elfogyott, ugyanis a hazai növekedési ütem 2,1 százalékponttal alacsonyabb volt, mint az uniós átlag.

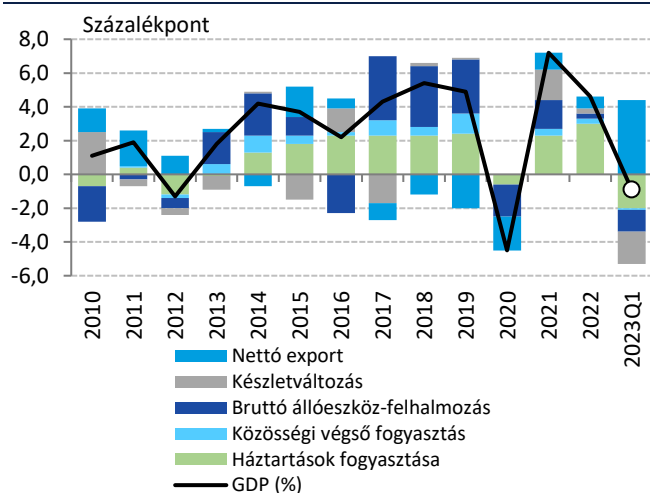
A háztartások fogyasztási kiadása 3,9 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához viszonyítva (3-12. ábra). A legnagyobb mértékben a nem tartós termékek fogyasztása esett vissza (-9,0 százalék). A szolgáltatások fogyasztása 2,3 százalékkal csökkent, míg a féltartós és tartós termékek körében 0,7 százalékkal, illetve 3,2 százalékkal emelkedett a volumen. A közösségi végső fogyasztás 0,6 százalékkal csökkent éves alapon. A kormányzattól kapott természetbeni társadalmi juttatások 4,7 százalékkal növekedtek, míg a nonprofit szektortól kapott természetbeni társadalmi juttatások 1,2 százalékkal, a közösségi fogyasztás 4,6 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás hozzáadott értéke 6,0 százalékkal mérséklődött éves bázison. Az építési beruházások volumene csökkent, míg a gép- és berendezésberuházásoké növekedett. A beruházási ráta 28,4 százalék volt. **A készletváltozás növekedési hozzájárulása érdemben negatívan alakult (-1,9 százalékpont)**.

Az export volumene (+6,6 százalék) nagyobb mértékben növekedett, mint az importé (+1,9 százalék). Az áruexport 7,0 százalékkal, míg a szolgáltatások exportja 3,9 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. A nettó export összességében 4,4 százalékponttal tompította GDP csökkenését az első negyedében.

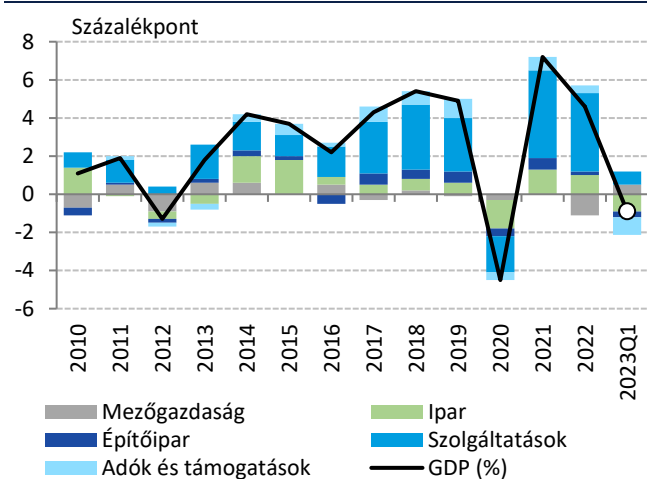
Az ipar teljesítménye 3,2 százalékkal esett vissza éves összehasonlításban (3-13. ábra). A feldolgozóipari ágazatok közül a legnagyobb mértékben a vegyi anyag és

3-12. ábra: A GDP éves változásának felhasználás oldali dekompozíciója

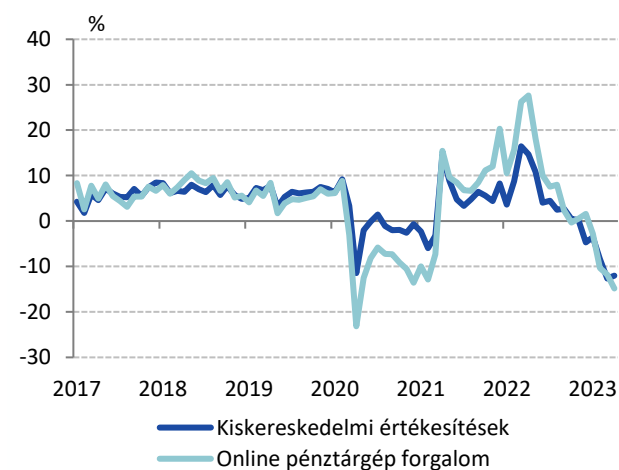


Megjegyzés: A közösségi végső fogyasztás a kormányzattól és nonprofit intézményektől kapott természetbeni társadalmi juttatásokkal együtt. A készletváltozás tartalmazza az értéktárgyak beszerzésének és eladásának egyenlegét is.

Forrás: KSH, MNB

3-13. ábra: A GDP éves változásának termelés oldali dekompozíciója


Forrás: KSH, MNB

3-14. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések és az online pénztárgépek forgalmának éves változása reálértéken


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

Forrás: KSH, MNB, NAV

vegyi termék gyártása járult hozzá a csökkenéshez, míg a közúti jármű, illetve a villamos berendezés gyártása fékezte leginkább az ipar mérséklődését. Az ipari teljesítmény szűküléséhez jelentősen hozzájárult az energiaipar visszaesése is. **Az építőipar hozzáadott értéke 8,6 százalékkal csökkent.**

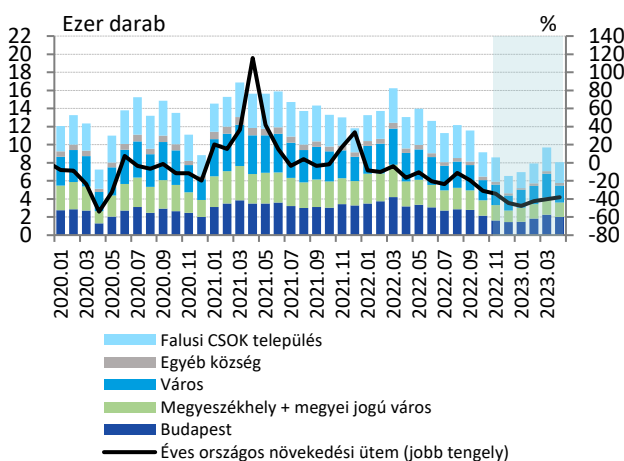
A mezőgazdaság teljesítménye a tavalyi alacsony bázishoz képest 20,2 százalékkal növekedett éves alapon.

A szolgáltatások hozzáadott értéke együttesen 1,1 százalékkal emelkedett. A nagy súlyú kereskedelem (-6,1 százalék) és szállítás, raktározás (-4,9 százalék) ágazatok visszaesését a többi ágazat ellensúlyozni tudta. A többi piaci szolgáltatás közül növekedni tudott a pénzügyi, biztosítási tevékenységek (+4,6 százalék), az információ, kommunikáció (+2,2 százalék), az ingatlanügyletek (+1,2 százalék), a szakmai, tudományos, műszaki, adminisztratív tevékenységé (+1,1 százalék) és a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás teljesítménye (+0,8 százalék) is, míg a művészet, szórakoztatás, szabadidő, egyéb szolgáltatás teljesítménye 0,2 százalékkal csökkent. A legerőteljesebb növekedés a humán-egészségügyi, szociális ellátás ágazatban történt (+16,9 százalék). Az államhoz köthető szolgáltatások (közigazgatás, védelem, kötelező társadalombiztosítás; oktatás; humán-egészségügyi, szociális ellátás) teljesítménye éves alapon összességében 5,3 százalékkal növekedett, ezen belül az egészségügy mellett az oktatásban regisztráltak növekedést (+3,4 százalék), míg a közigazgatás, védelem; kötelező társadalombiztosítás volumene 1,2 százalékkal csökkent.

2023 első negyedében tovább mérséklődött a kiskereskedelmi értékesítések éves növekedési üteme (3-14. ábra). 2023. áprilisban a kiskereskedelmi értékesítések volumene 12,0 százalékkal csökkent éves összevetésben a szezonálisan és naptárhatástól megtisztított adatok alapján, ezzel öt hónapja tart a csökkenés éves bázison a kiskereskedelemben. A NAV online pénztárgépek forgalma nominálisan 9,2 százalékkal nőtt, míg az inflációval korrigált forgalom 14,8 százalékkal csökkent áprilisban éves összevetésben. Ez az adat abban tér el a kiskereskedelmi forgalomtól, hogy tartalmazza például a vendéglátás, a taxiszolgáltatás és a szálláshely-szolgáltatások egy részének forgalmát is.

Az első negyedévben a háztartási hitelpiacon csökkent az új szerződéskötések volumene, a hitelállomány bővülése pedig lassult a korábbi időszakokhoz képest. A teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállományának éves növekedési üteme az előző negyedévhez képest 0,9 százalékponttal lassulva 4,6 százalékot ért el március végén. A hitelintézetek által 2023. első negyedévben

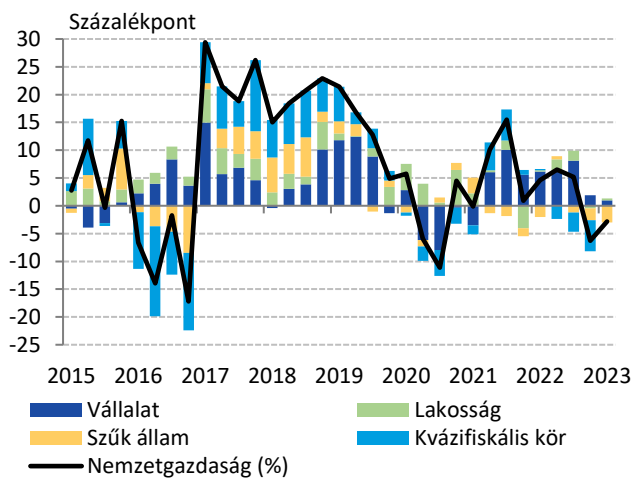
3-15. ábra: Lakáspiaci tranzakciók száma településtípusonként



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

Forrás: Lakáspiaci közvetítői adatbázis, MNB, NAV

3-16. ábra: A beruházások éves változásának felbontása

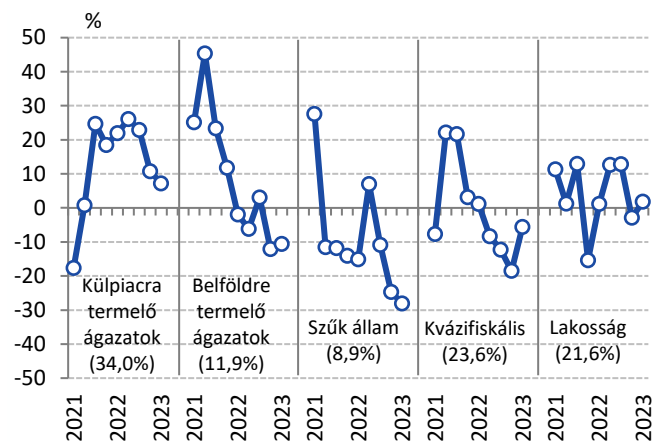


Forrás: KSH, MNB

szereződött lakáshitelek volumene az előző év azonos időszakától 67 százalékkal maradt el, míg a személyi hitelek kibocsátása 9 százalékkal volt alacsonyabb. Az első negyedévben mindössze 37 milliárd forint értékben kötöttek a fiatal házaspárok babaváró hitelszerződéseket, mely érték 64 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakától. A visszaeséshez a program eredetileg tervezett 2022. végi kivezetése és az emiatt év végén megjelenő előrehozott kereslet is hozzájárult. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a lakáshitelek esetében csökkenő keresletről számolt be a bankok nettó értelemben vett 76 százaléka a negyedév során, előzetekintve azonban (2023 második és harmadik negyedévére vonatkozóan) a bankok már kereslet növekedésre számítanak a hitelsztenderdek szinten tartása mellett. A fogyasztási hitelek esetében a bankok nettó 42 százaléka érzékelte a kereslet növekedését az első negyedévben és előzetekintve is a kereslet élénkülését valószínűsítik a hitelezési sztenderdek szigorítása mellett.

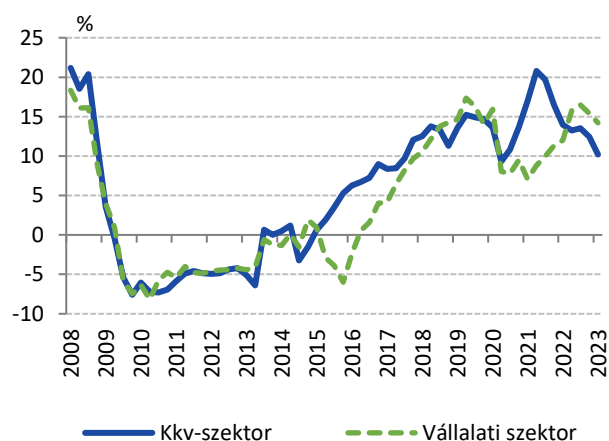
2023 első negyedévében rendkívül alacsony szinten tartózkodott a lakáspiaci tranzakciók száma. Az első negyedévben becslésünk szerint a falusi CSOK-ra jogosult településeken 32 százalékkal, Budapesten 52 százalékkal, a megyei jogú városokban 49 százalékkal, a többi városban 36 százalékkal, az egyéb községekben pedig 56 százalékkal csökkent a tranzakciók száma éves összevetésben. Országos szinten az első negyedévben így összesen 24,6 ezret tehetett ki a lakáspiaci adásvételszám (3-15. ábra), ami 43 százalékos elmaradást jelent az előző év azonos időszaki 43,2 ezres tranzakciószámától. Az adásvételek első negyedévi száma utoljára 2013-ban, a lakáspiaci ciklusforduló idején volt ennél alacsonyabb. A lakáspiaci tranzakciószám 2023. áprilisban is jelentős visszaesést mutatott éves szinten, és havi alapon sem volt tapasztalható az aktivitás növekedése. Az MNB lakásárindex alapján 2022 negyedik negyedévében országosan 3,6 százalékkal, ezen belül a fővárosban 1,1 százalékkal, a vidéki városokban 2,9 százalékkal, a községekben pedig a harmadik negyedévihez hasonló mértékben, 6,6 százalékkal csökkentek a lakásárak negyedéves alapon nominális értelemben. **Előzetes adatok alapján 2023 első negyedévében azonban országosan már 3,8 százalékkal növekedtek a lakásárak negyedéves alapon.**

A nemzetgazdasági beruházások 2023 első negyedévében 2,8 százalékkal csökkentek az előző év azonos időszakához viszonyítva (3-16. ábra). A visszaesés enyhébb az előző negyedévi 6,3 százalékos éves bázisú mérséklődéshez viszonyítva. A szezonálisan igazított beruházási volumen 1,0 százalékkal nőtt 2022 negyedik

3-17. ábra: Az egyes nemzetgazdasági szektorok beruházási teljesítményének éves változása


Megjegyzés: Zárójelben a teljes beruházáson belüli 2022-es súlyok szerepelnek. Külföldre termelő ágazatok: Mezőgazdaság, Bányászat, Feldolgozóipar; Belföldre termelő ágazatok: Építőipar, Kereskedelem, Vendéglátás, Kommunikáció, Pénzügyi tevékenységek; Szűk állam: Közigazgatás, Oktatás, Egészségügy; Kvázifiskális kör: Energetika, Vízellátás, Szállítás és több kis súlyú szolgáltató ágazat; Lakosság: Ingatlanügyletek.

Forrás: KSH, MNB

3-18. 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.

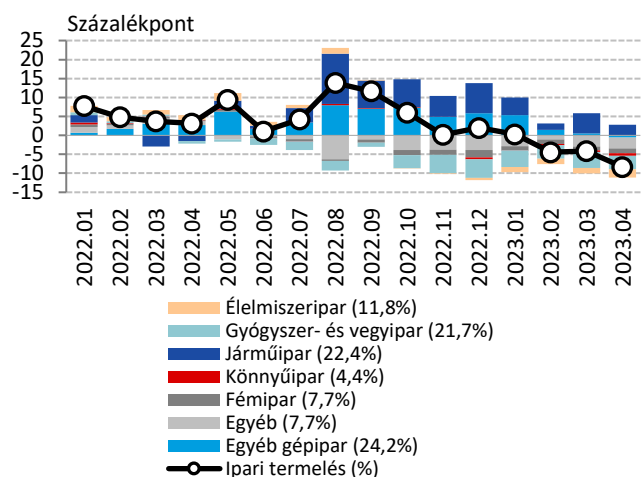
Forrás: MNB

negyedévéhez képest. **A gépjellegű beruházások emelkedtek, míg az építési jellegűek visszaestek az első negyedévben.** A gép- és berendezésberuházások 5,3 százalékkal bővültek, míg az építési beruházások jelentősen, 8,5 százalékkal mérséklődtek éves bázison az első negyedévben. A gépberuházások bővülése elsősorban az import gépek és járművek csaknem 10 százalékos volumennövekedésének volt tulajdonítható.

A külföldre termelő vállalatok beruházásai emelkedtek, míg a belföldi ágazatok beruházásai visszaestek. A külföldre termelő ágazatok beruházásai az első negyedévben 7,2 százalékkal bővültek éves bázison. Ezen belül a legnagyobb súlyt képviselő feldolgozóipar beruházásai 7,3 százalékkal növekedtek. Ugyanakkor a belföldre termelő és szolgáltató szektorban összességében 10,6 százalékos visszaesést regisztráltak az előző év azonos időszakához képest. 2023 első negyedévében a költségvetési szervek beruházásai 2,3 százalékkal emelkedtek éves bázison technikai hatás miatt. A KSH közleménye szerint 2023. január 1-jétől néhány, korábban a vállalkozások kategóriába sorolt cég átkerült a költségvetési szervek kategóriába. Az átsorolás a költségvetési szervek beruházási teljesítményére jellemzően növelőleg hatott. A szűk állami szektor (közigazgatás, oktatás, egészségügy) beruházásai ugyanakkor 28,1 százalékkal mérséklődtek az első negyedévben. Az államhoz közvetlenül kapcsolódó (kvázifiskális) ágazatok beruházásai 5,6 százalékkal csökkentek. A lakossági beruházásokhoz köthető ingatlanügyletek ágazat beruházásai 1,8 százalékkal bővültek éves bázison (3-17. ábra).

A vállalati hitelállomány éves növekedési üteme mérséklődött, a támogatott programok felfutása miatt a piaci hitelek részaránya csökkent. A vállalati hitelállomány a teljes pénzügyi közvetítőrendszer tekintve 14,2 százalékkal növekedett 2023 első negyedévében (3-18. ábra), amely 1,2 százalékpontos lassulást jelent az előző negyedév végi értékhez képest. A vállalati hitelezésen belül a kkv hitelállomány éves növekedési üteme 10,2 százalék volt az első negyedév végén. Az újonnan szerződött vállalati hitelek 64 százaléka piaci alapon kötött szerződés volt az első negyedévben, mely arány a Széchenyi Kártyaprogram és a Baross Gábor Hitelprogram felfutása miatt alacsonyabb volt, mint az előző negyedévi 72 százalék. Az 1000 milliárd forint keretösszegű Baross Gábor Hitelprogram szerződéskötéseinek zöme a második negyedévre várható, így a piaci alapon kötött szerződések aránya tovább csökkenhet. A hitelezési felmérés válaszai alapján az első negyedévben a hitelsztenderdeken a bankok nettó értelemben vett 19 százaléka szigorított, míg

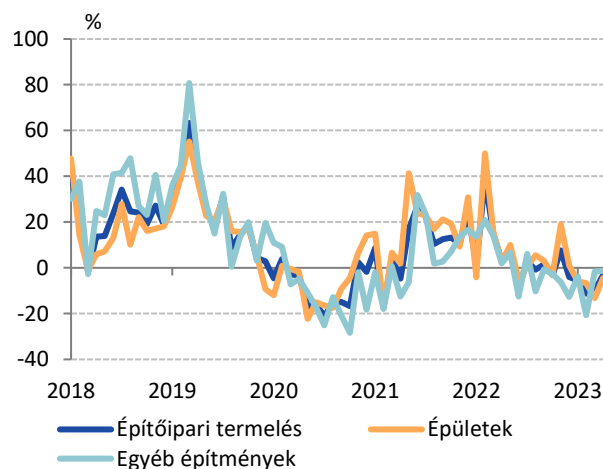
3-19. ábra: A hazai ipari termelés éves változásának ágazati felbontása



Megjegyzés: Zárójelben az ágazatok 2022-es 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, MNB

3-20. ábra: Az építőipari termelés éves változása



Forrás: KSH, MNB

előretekintve nettó értelemben vett 9 százalékkal további szigorítást valószínűsít. A szigorítás irányába mutató tényezőként a bankok elsősorban a ciklikus tényezőket jelölték meg, miközben a banki likviditást, illetve tőkehelyzetet csak a bankok szűkebb köre jelölte ebbe az irányba ható faktorként, a bankok hitelezési képessége ugyanis továbbra is magas szinten áll. A hitelkereslet tekintetében a bankok nettó értelemben vett 61, illetve 37 százaléka tapasztalt élénkülést 2023 első negyedében a deviza-, és a rövid lejáratú hitelek iránt, míg a bankok 11, és 63 százaléka keresletcsökkenést tapasztalt a forint-, és hosszú lejáratú hitelek esetében, és előretekintve ezen széttartó tendencia további fennállása várható.

A hazai ipari termelés 2,9 százalékkal mérséklődött az első negyedévben az előző év azonos időszakához képest. Az ipari alágazatok közül az akkumulátorgyártás dinamikus felfutása folytatódott. Az alacsony bázisnak köszönhetően jelentős mértékben bővült a járműgyártás (3-19. ábra), ugyanakkor a gyógyszer- és vegyipar, az élelmiszeripar, a könnyűipar és a fémipar teljesítménye visszaesett. **Összességében a belföldre termelő ágazatok gyengébben teljesítettek, mint az exportra értékesítők.** A külkereskedelmi termékforgalom egyenlege többletet mutatott az első negyedévben. A cserearány 1,8 százalékkal javult éves bázison az első negyedévben, amihez elsősorban az ásványi fűtőanyagok árának korrekciója mellett a gépek és szállítóeszközök árának relatív változása járult hozzá leginkább.

Az építőipari kibocsátás 2023 első negyedében 9,2 százalékkal mérséklődött az előző év azonos időszakához képest. Az épületek építése 9,4 százalékkal, az egyéb építmények építése 8,0 százalékkal csökkent éves bázison (3-20. ábra).

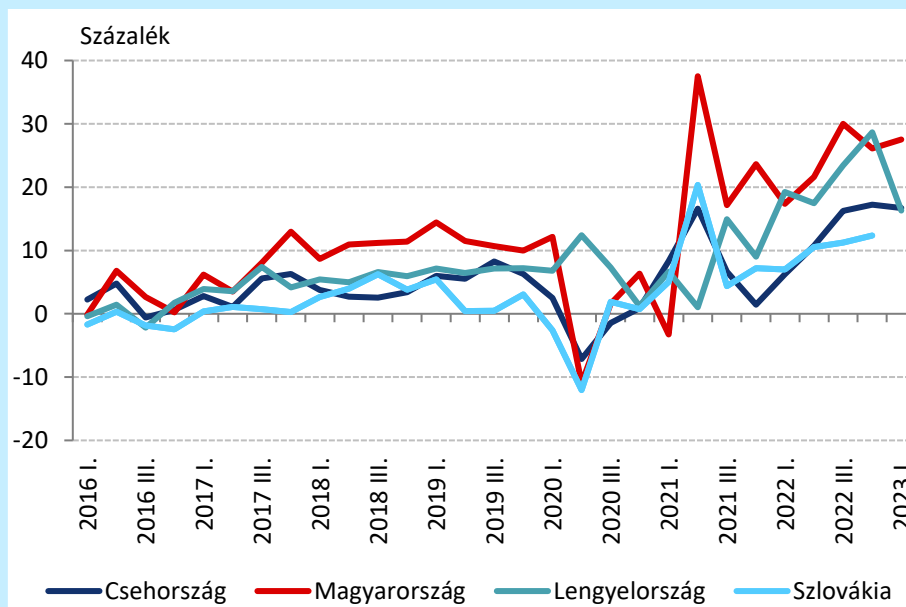
3-2. keretes írás: Profit és infláció: nemzetközi és hazai tapasztalatok

Az elmúlt két évben az infláció mellett a vállalatok jövedelmezősége is érdemben emelkedett, így a profit-vezérelt infláció jelensége a gazdasági elemzések fókuszába került. A profit-vezérelt inflációt nem a kereslet-kínálat egyensúlytalansága okozza, hanem az a jelenség, amikor a vállalatok a nyereségesség érdekében nagyobb áremelést hajtanak végre, mint amit a költségek növekedése indokolna. Ugyanakkor a két változó közötti ok-okozati viszonyt több szempontból is érdemes megvizsgálni.

Elemzésünk szerint 2022 második felétől jelentősen emelkedett az inflációnak a költségek által meg nem magyarázott része. Az ehhez készített számításaink során felbontottuk a hazai inflációs folyamatokat belső, illetve külső költségtényezőkre, valamint az ezek által nem befolyásolt részre. Ez utóbbi tényező más hatások mellett a vállalati profitok alakulását is tükrözi. Az inflációs tételeket alapvetően meghatározó költségtényezők a korábbi évek inflációs folyamatait jól megmagyarázzák, de 2022 harmadik és negyedik negyedévében egy új jelenség bontakozott ki. Jelentősen emelkedett az inflációnak az a része, amelyet a költségek alakulása nem magyaráz. Ez 2023 első negyedévében a 25,4 százalékos infláció közel harmadát okozta. Ezen belül azonban nem választható külön a profitok közvetlen hatása más tényezőktől (pl. erőteljesebb nemlinearitási hatásoktól), ezért nem feltétlenül kizárólag a profit-emelkedésből fakad a költségek által meg nem magyarázott teljes infláció. Más adatok, például a bruttó működési eredmény alakulása azonban arra utal, hogy nyereségesség emelkedése jelentős szerepet játszhatott.

A vállalati profitok vizsgálatához a bruttó működési eredmény egy alkalmas mutató, amely leginkább a szervezetek adózás előtti eredményéhez áll közel. A bruttó működési eredmény a GDP jövedelemoldali felbontásából kiszámítható, definíció szerint a bruttó hozzáadott érték, valamint a munkavállalói jövedelem különbözete korrigálva a termelési adók és támogatások egyenlegével. A mutató a jelenlegi környezetben is alkalmas lehet a hazai profitabilitási folyamatok elemzéséhez, ugyanis a tavalyi év során bevezetett vagy módosított különadók jelentős része (pl. kiskereskedelmi adó, pénzügyi tranzakciós illeték vagy biztosítási adó) termékadónak minősül, amely így nem része a bruttó működési eredménynek.

3-21. ábra: A bruttó működési eredmény és vegyes jövedelem alakulása a régióban



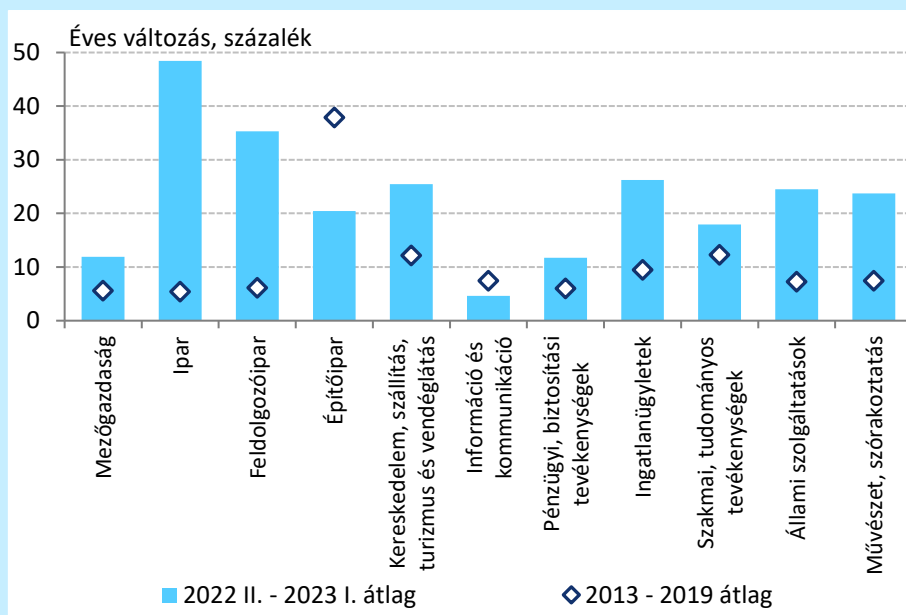
Megjegyzés: Nominális, negyedéves adatok alapján.

Forrás: KSH, Eurostat

A régiós gazdaságok közül hazánkban növekedett a legnagyobb mértékben a bruttó működési eredmény az elmúlt negyedévekben (3-21. ábra). A profitok növekedése általános jelenség, az összes visegrádi országban a korábbinál nagyobb mértékben nőtt a vállalatok nyeresége a fogyasztói árindex emelkedésével párhuzamosan. A profitnövekedés a különböző szektorokban eltérően alakult, de az ágazatok széles körében meghaladta a 2013-2019 közötti szinteket. Az iparban közel

50 százalékkal, a kereskedelem és vendéglátás ágazatban, valamint az ingatlanügyetek területén is 25 százalékkal nőttek átlagosan a nominális profitok az elmúlt negyedévek során (3-22. ábra).

3-22. ábra: A bruttó működési eredmény éves változása ágazatonként

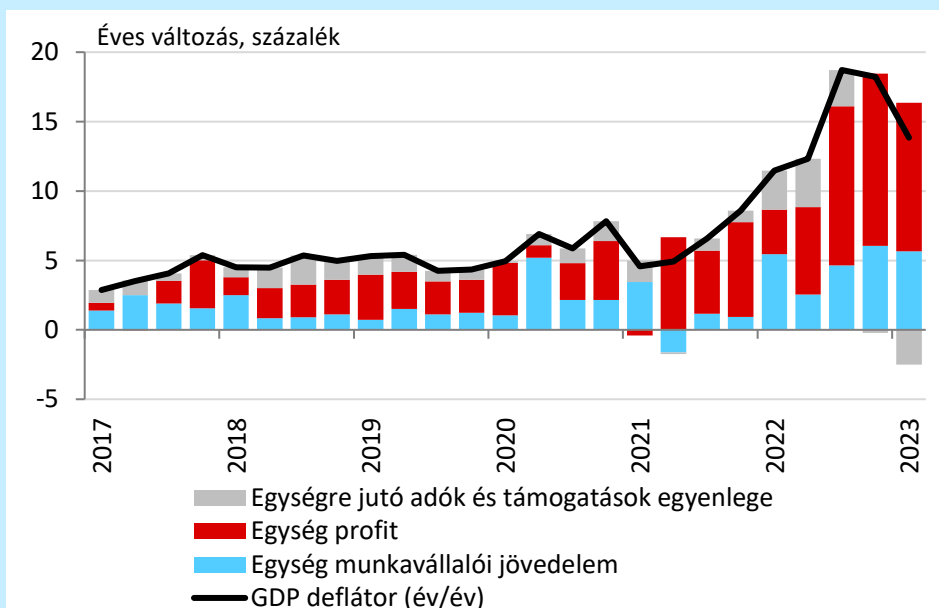


Megjegyzés: Nominális, negyedéves adatok alapján.

Forrás: KSH, Eurostat

A profitok az emelkedő GDP-deflátor jelentős részét magyarázták az elmúlt negyedévekben. A GDP árszínvonalának változása a jövedelemoldali megközelítés alapján felbontható munkaerőköltségre, profitra, valamint az adótetelek és támogatások egyenlegére (lásd a 2022. júniusi Inflációs jelentés 3-1. keretes írását). 2021 elején a fogyasztói árindexhez hasonlóan a GDP-deflátor is emelkedni kezdett, majd a tavalyi évtől már kétszámjegyű tartományba lépett. 2022 közepétől a profit több, mint 10 százalékponttal járult hozzá a bruttó hazai termék árszintjének éves változásához, ami a profitabilitás növekedésére utal. Ezzel szemben a magas bérdinamika és feszes munkaerőpiac ellenére a munkavállalói jövedelem a profitnál érdemben kisebb mértékben járult hozzá a deflátor emelkedéséhez az elmúlt negyedévekben (3-23. ábra).

3-23. ábra: A GDP deflátor jövedelemoldali felbontása

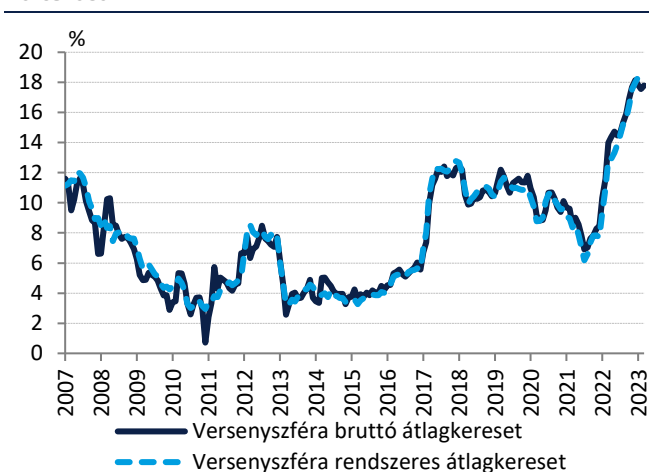


Forrás: Eurostat, MNB

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 az első negyedévben. A munkanélküliségi ráta nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsony, emellett a kiírt üres álláshelyek száma a válság előtti tartományban van, így a munkaerőpiac stabil és továbbra sem reagál a konjunktúra lassulására. 2023 első negyedévében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 17,8 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest.

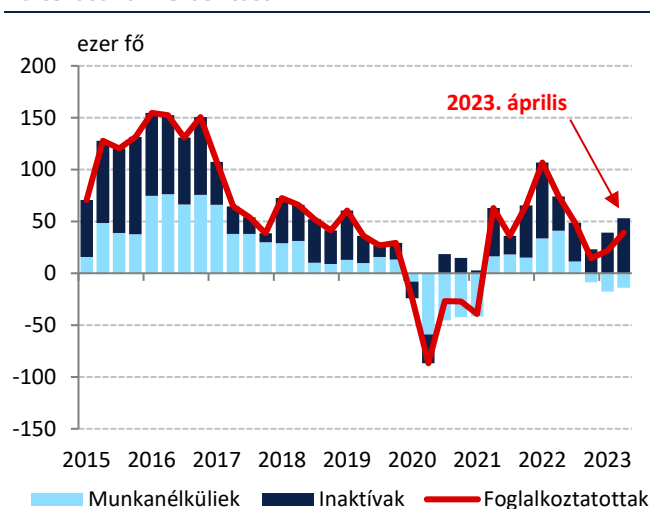
3-24. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása



Megjegyzés: Háromhavi mozgóátlagok.

Forrás: KSH

3-25. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása



Megjegyzés: 2023. II. negyedéve helyett áprilisi adatok állnak rendelkezésre. A munkanélküliek és az inaktívák számának változása ellentétes előjellel szerepel.

Forrás: KSH

3.3.1. Bérek

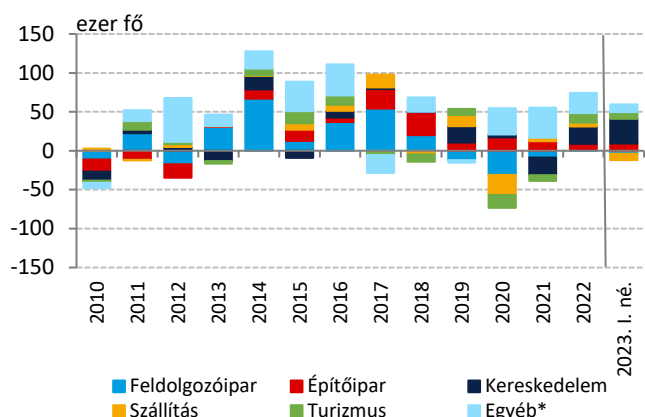
A bérezési folyamatok továbbra is erősek, azonban az éves bérdinamika szempontjából kiemelten fontos márciusi átbérezés mértéke elmaradt a korábbi évektől. 2023 első negyedévében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 17,8 százalékkal nőtt éves alapon (3-24. ábra). A rendszeres átlagkereset 18,2 százalékkal 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 az első negyedévben.

A régiós országok körében a hazai nominális bérdinamika volt a legmagasabb 2023 első negyedévében. A 2022 februárjában a rendvédelmi és honvédelmi dolgozóknak kifizetett hathavi fegyverpénz bázisátásától tisztított nemzetgazdasági bérnövekedés 15,8 százalék volt az év első három hónapjában Magyarországon. Ezzel szemben Romániában 13,4 százalékkal, Lengyelországban 13,2 százalékkal, Szlovákiában 10,7 százalékkal, míg Csehországban 8,6 százalékkal nőttek a keresetek éves alapon. A reálbérek Románia kivételével a régió minden országában csökkentek.

3.3.2. Foglalkoztatás és munkanélküliség

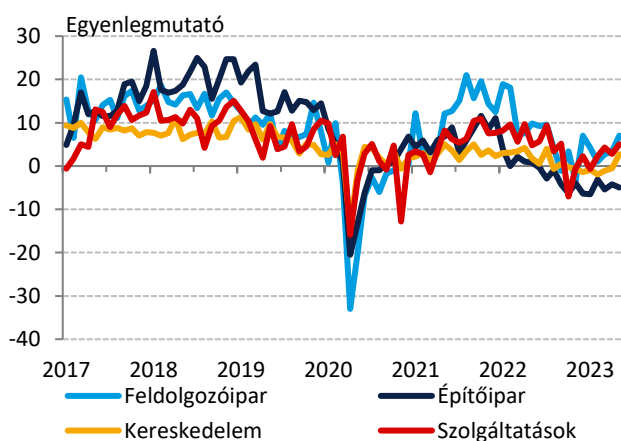
A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma továbbra is magas szinten alakult. 2023 első negyedévében a 15-74 éves foglalkoztatottak átlagos létszáma 4 millió 696 ezer fő volt, így a foglalkoztatás 21 ezer fővel bővült az előző év azonos időszakához képest (3-25. ábra). A létszám bővülését leginkább az elsődleges munkaerőpiac támogatta, a közfoglalkoztatottak száma 10 ezer fővel mérséklődött, a külföldi telephelyen foglalkoztatottak száma 14 ezer fővel emelkedett éves alapon. A szezonálisan igazított adatok alapján a foglalkoztatás szintje az első negyedévben historikus csúcson volt. A KSH háromhavi mozgóátlagon alapuló módszertanával számított munkanélküliségi ráta 3,8 százalékon alakult 2023 első három hónapjának átlagában szezonálisan igazított adatok alapján. Nemzetközi összehasonlításban

3-26. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása



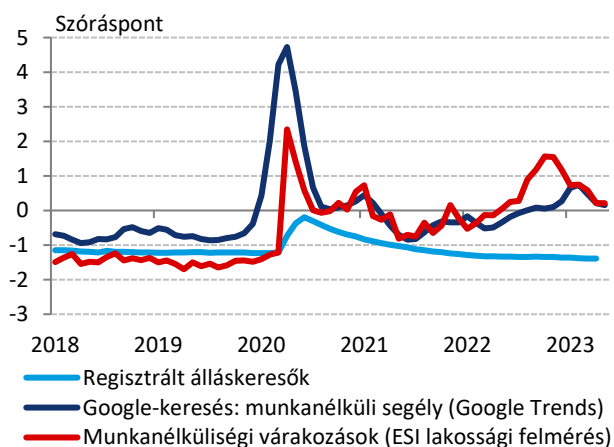
Megjegyzés: *mezőgazdaság, egyéb ipari és piaci szolgáltató ágazatok. Forrás: KSH

3-27. 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

3-28. ábra: A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók



Megjegyzés: Standardizált értékek. Forrás: NFSZ, ESI, Google

továbbra is alacsonynak tekinthető a hazai munkanélküliségi ráta.

A foglalkoztatás bővülését a versenyszféra magyarázta.

2023 első negyedében a versenyszféra foglalkoztatása az előző év azonos időszakához képest 47 ezer fővel bővült. A teljes munkaidő egyenértékes (TME) létszám 1,3 százalékkal magasabb volt az előző év azonos időszakához képest. A negyedéves frekvencián rendelkezésre álló részletes ágazati adatok alapján az építőiparban nőtt, a feldolgozóiparban nem változott érdemben a foglalkoztatás. Elsősorban a piaci szolgáltató szektorban (ezen belül a kereskedelem, a szálláshelyszolgáltatás és vendéglátás, az adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenységek, az információ, kommunikáció és az ingatlanügyletek területén) nőtt a létszám (3-26. ábra). Az állami szférában a közigazgatás és az egészségügy területén csökkent a foglalkoztatottak száma éves alapon.

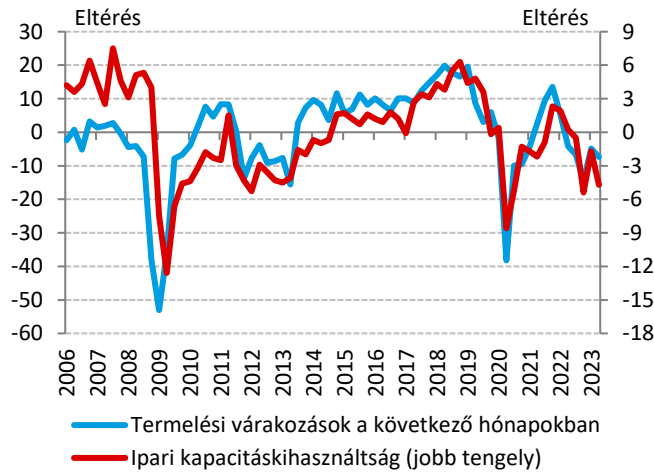
Az ESI – konjunktúrahangulatot monitorozó – vállalati felmérése alapján 2023 májusában a vállalatok foglalkoztatására vonatkozó várakozásai eltérő ágazati mintákat követtek. Az építőiparban stabilizálódott a negatív hangulat az idei év első öt hónapjában, és a vállalatok többsége létszámcsökkentést tervez a következő három hónapra. A kereskedelemben, az egyéb szolgáltató ágazatokban és a feldolgozóiparban a létszám növekedésére számít a vállalatok többsége a májusi adatok fényében. Mindhárom ágazatban inkább javuló tendenciát látunk az utóbbi hónapokban (3-27. ábra).

A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók vegyes képet mutatnak (3-28. ábra). A regisztrált munkanélküliek száma májusban 229 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 hangulatot tükrözött, február óta azonban javuló tendenciát mutat, de még mindig magasabb a Covid-válság előtti értékeknél. Az ESI lakossági felmérése alapján a lakosság munkanélküliségtől való félelme 2022 folyamán jelentősen nőtt, megközelítve a járvány idején mért legmagasabb értéket, a december óta mért adatok viszont az aggodalmak mérséklődéséről tanúskodnak.

3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

A hazai gazdaság teljesítménye éves bázison enyhén csökkent 2023 első negyedében. A lassuló gazdasági teljesítménnyel párhuzamosan a gazdaság ciklikus pozíciója dezinflációs hatású. A feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága és termelési várakozásai egyaránt romlottak az elmúlt hónapokban.

3-29. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban



Megjegyzés: Historikus átlagtól vett eltérés.

Forrás: ESI alapján MNB

Becslésünk szerint a gazdaság ciklikus pozíciója 2022 második fele óta negatív előjelű és így dezinflációs hatású.

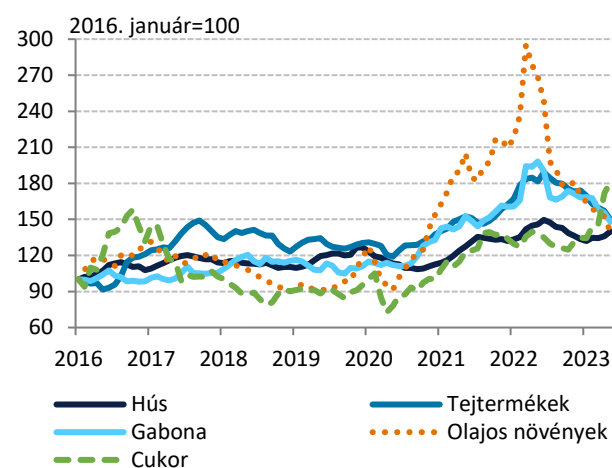
A tavalyi év első felében a gazdaság ciklikus pozíciója pozitív volt, az élénk kereslet és az ellátási láncokban meglévő sűrűlódások hatására. Ezek a hatások inflatorikus hatású ciklikus pozíciót eredményeztek. Ezt követően a lassuló gazdasági teljesítménnyel párhuzamosan azonban a gazdaság ciklikus pozíciója elkezdett romlani és negatívvá vált. 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 romlott az elmúlt hónapokban és továbbra is a historikus átlag alatt alakult (3-29. ábra). A következő hónapokra vonatkozó termelési várakozások kisebb mértékben, de szintén romlottak és tartósan a historikus átlag alatti szinten alakultak.

3.5. Költségek és infláció

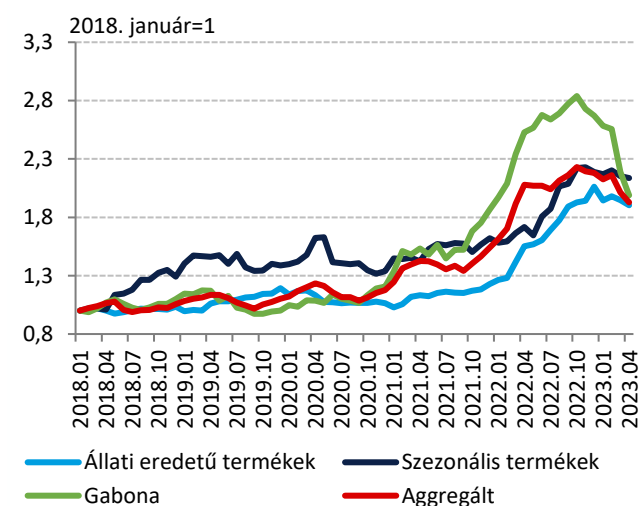
A fogyasztói árak éves növekedési üteme májusban 21,5 százalékon alakult. Az infláció január óta csökken, aminek háttérében elsősorban az élelmiszerek árindexének mérséklődése állt. Az adószűrt maginfláció májusban 22,7 százalékon alakult. A maginfláció elmúlt időszakai növekedéséhez a résztételek közül leginkább a piaci szolgáltatások áralakulása járult hozzá. Az élelmiszerek inflációja májusban ötödik hónapja lassul, így a KSH közlése alapján 33,5 százalékon alakult. A piaci szolgáltatások árainak emelkedése azonban tovább gyorsult és 19,0 százalékra emelkedett. Bár a termelői árak dinamikája lassul, továbbra is a historikus átlagot többszörösen meghaladó mértékben emelkedtek. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó éves bázison számított mutatóink mérséklődtek az elmúlt hónap során.

3-30. ábra: A világgazdasági élelmiszerárak alakulása



Forrás: FAO

3-31. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján

Forrás: KSH

3.5.1. Termelői árak

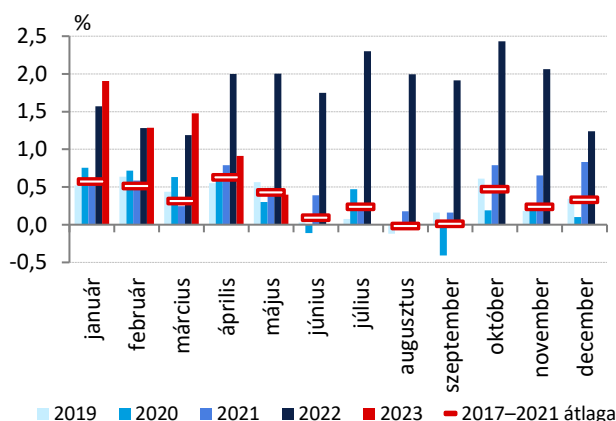
Folytatódott a világgazdasági élelmiszerárak mérséklődése. A tavaszi hónapokban a tejtermékek, gabonák és olajnövények árindexe fokozatos mérséklődést mutatott, a cukor árindexe azonban a világgazdasági kínálatot övező bizonytalanságok következtében tovább emelkedett májusban és elérte 2011 októbere óta számított csúcsát (3-30. ábra).

A hazai mezőgazdasági termelői árak dinamikája mérséklődött az előző negyedévhez képest, így 2023 első negyedévében éves összehasonlításban 20,4 százalékos növekedést mutattak. A legnagyobb emelkedés továbbra is az állati eredetű termékek áraiban figyelhető meg, melyek 2023 első negyedévében az előző év azonos időszakához képest 48,1 százalékkal emelkedtek. A szezonális termékek és a gabonafélék árai szintén nőttek 2022 negyedik negyedévéhez képest, előbbi közül a legnagyobb emelkedést a burgonya ára mutatta. Az állati eredetű termékek árindexe éves összevetésben 22,7 százalékkal, a szezonális termékeké 24,5 százalékkal emelkedett áprilisban, míg a gabonák termelői árai 21,4 százalékkal mérséklődtek (3-31. ábra).

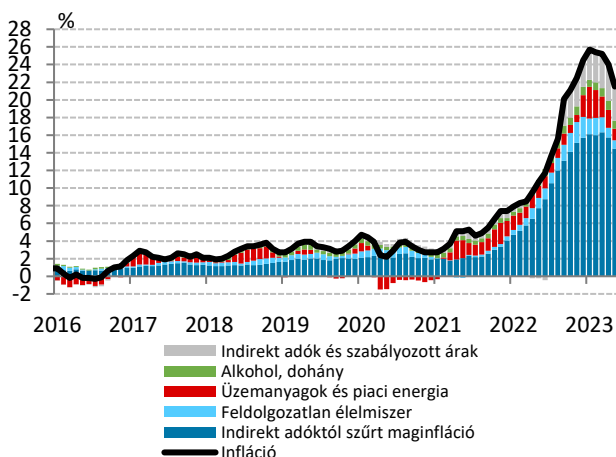
A feldolgozóipari termékek esetében a hazai termelői árak a historikus átlagot többszörösen meghaladó mértékben emelkedtek a tavaszi hónapokban, 2023 áprilisára azonban az előző év azonos időszakához képest 14 százalékra mérséklődött az árdinamika. A tavaszi hónapokban a teljes ipar belföldi értékesítési árai továbbra is 40 százalékot meghaladó emelkedést mutattak, melyhez főként az energiatermelő ágazatok járultak hozzá. Az energiatermelő ágazatok áprilisi 83 százalékos éves áremelkedése összhangban van az európai energiaárak alakulásával.

3.5.2. Fogyasztói árak

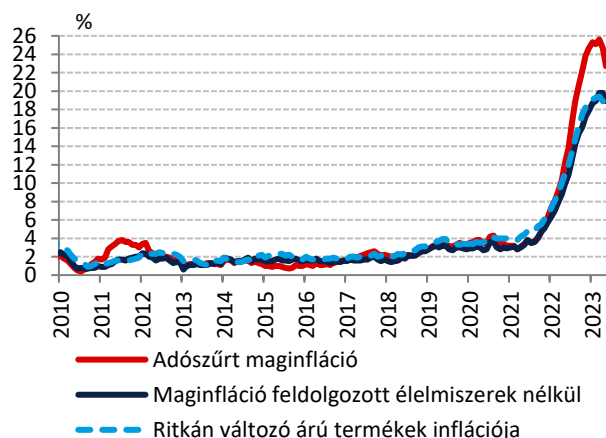
A fogyasztói árak éves növekedési üteme májusban 21,5 százalékon alakult. Májusban az üzemanyagok és szabályozott árak nélkül számított kosár havi árváltozása 0,4 százalék volt (3-32. ábra). A piaci folyamatokat jobban tükröző, a feldolgozott élelmiszerek nélkül számított

3-32. 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

3-33. ábra: Az infláció dekompozíciója


Forrás: MNB-számítás

3-34. 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 félreérthető lehet. Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

maginfláció havi értéke 0,7 százalékos volt, ami elmarad az őszi hónapokban tapasztalt átárazástól. Az infláció elmúlt hónapokban gyorsuló ütemben mérséklődött, mely háttérben elsősorban az élelmiszerek árindexének mérséklődése állt (3-33. ábra).

Az adószűrt maginfláció májusban 22,7 százalékos alakult.

A maginfláció elmúlt időszaki csökkenése a feldolgozott élelmiszerek és iparcikkek inflációjának mérséklődésére vezethető vissza, amit némileg ellensúlyozott a piaci szolgáltatások árdinamikájának emelkedése. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink mérséklődtek májusban (3-34. ábra).

Az iparcikkek inflációja 17 százalékra mérséklődött májusban.

Az iparcikkek éves áremelkedése számottevően magasabb a korábbi évek átlagánál. A termékkörön belül a tartós iparcikkek inflációja májusban negyedik hónapja mérséklődött, így 8,1 százalékra alakult. A nem tartós iparcikkek inflációja ezzel szemben 22 százalék körül alakult (3-35. ábra és 3-36. ábra).

A piaci szolgáltatások inflációja tovább gyorsult és májusban 19,0 százalékra emelkedett.

A szolgáltatások körében májusban 1,5 százalékos átárazás valósult meg. Az előző hónaphoz viszonyított átárazás leginkább a banki szolgáltatások – az előző évi inflációhoz indexált – átárazásához kapcsolódott. Az egyszeri hatásokat kiszűrve a piaci szolgáltatások havi átárazási üteme stagnál és továbbra is magasabb a historikus átlagnál (3-37. ábra).

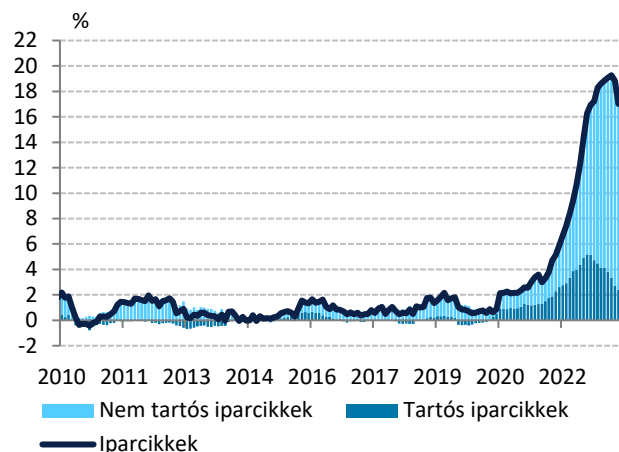
Az alkohol- és a dohánytermékek ára az elmúlt hónapokban kétszámjegyű növekedést mutatott,

májusban a termékkör inflációja továbbra is közel 20 százalék volt. A termékkör árának májusi 0,3 százalékos havi emelkedését legnagyobb mértékben a dohánytermékek drágulása magyarázta.

Az élelmiszerek inflációja májusban ötödik hónapja lassult, azonban továbbra is jelentősen meghaladja a termékkör historikus átlagát.

A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja 24,4 százalékra, a feldolgozott élelmiszerek inflációja pedig 37,6 százalékra csökkent, így mindkét termékkör árindexe mérséklődött. Az élelmiszerinfláció lassulását elsősorban a tej és tejtermékek, valamint a kenyér és pékáruk árának alakulása magyarázta. Áprilishoz képest a feldolgozatlan élelmiszerek árai 0,2 százalékkal emelkedtek, míg a feldolgozott élelmiszerek árai 0,3 százalékkal csökkentek. 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

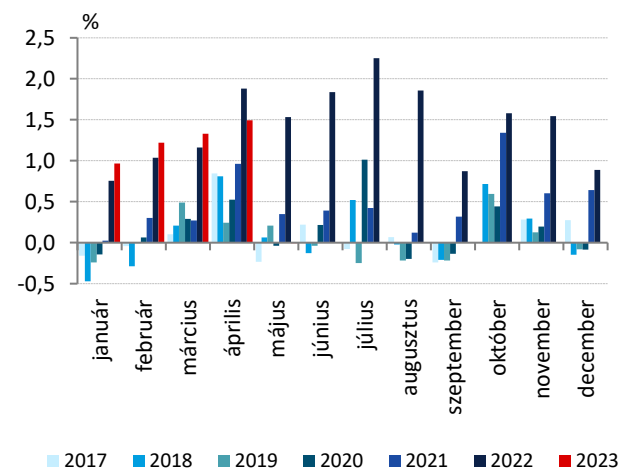
3-35. ábra: Az iparcikkek árváltozása



Megjegyzés: Éves változás, indirekt adók hatásától szűrt adatok.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

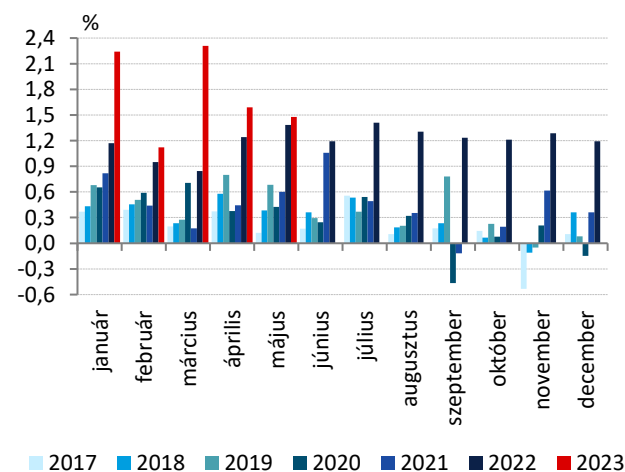
3-36. ábra: Az iparcikkek havi árváltozásának alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, adószűrt, havi változás

Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3-37. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, adószűrt, egyhavi változás.

Forrás: KSH, MNB

csirkemell és a csirke far-hát, a friss tojás és az étkezési burgonya) árát.

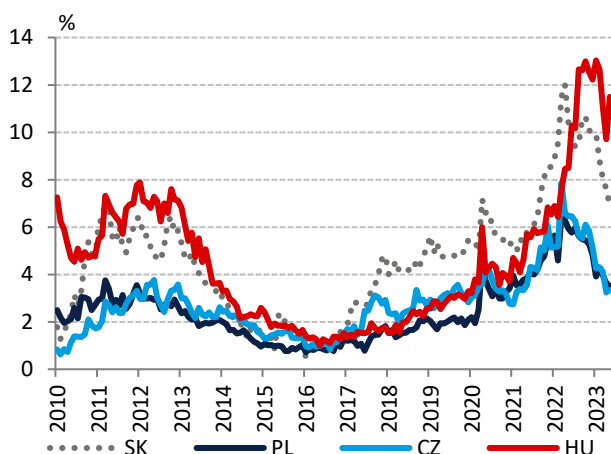
Az üzemanyagok árdinamikája az üzemanyag árstop decemberi kivezetését követően január óta fokozatosan mérséklődik. A termékkör májusi inflációja 17,7 százalék volt, így a termékcsoport dinamikájának lassulása az utóbbi hónapokban hozzájárult a fogyasztóiár-index lassulásához.

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

3.5.3. Inflációs várakozások

Hazánkban a lakosság inflációs várakozásai év eleje óta csökkentek. A régiós országokban az év elejéhez képest áprilisban az inflációs várakozások enyhe mérséklődése volt tapasztalható. A régióban hazánkban, Csehországban és Szlovákiában január óta, Lengyelországban pedig február óta fokozatosan mérséklődtek a lakosság inflációs várakozásai áprilisig, májusban azonban hazánkban és kisebb mértékben Csehországban ismét emelkedtek a várakozások (3-38. ábra).

3-38. ábra: Inflációs várakozások a régióban

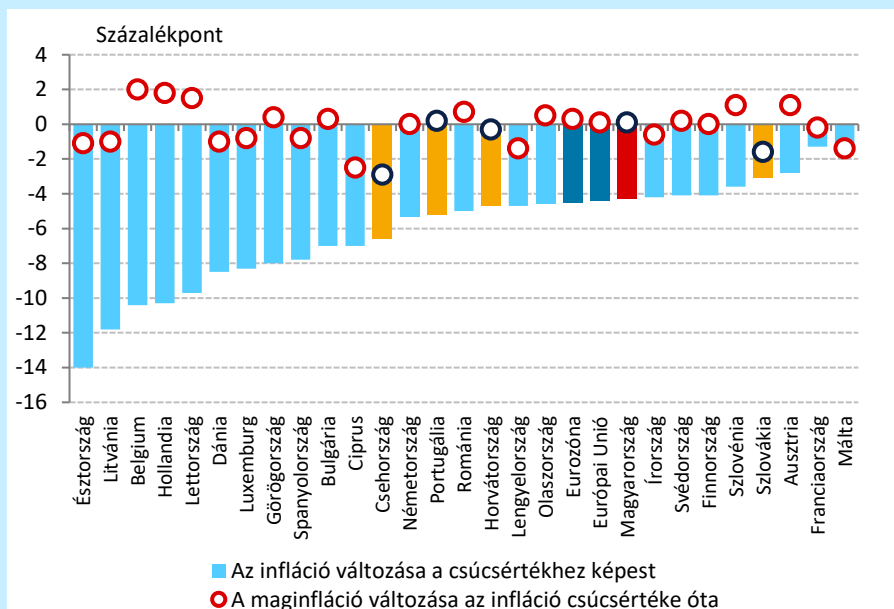


Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

3-3. keretes írás: Miért figyeljünk a maginflációra?

2023 tavaszára a dezinflációs fordulat már az Európai Unió minden országában egyértelműen elkezdődött, de az alapfolyamatok a tagországok többségében még mindig magasan alakulnak. Bár 2023. májusára az inflációs ráták már érdemben, egyes országok esetében akár 10 százalékpontot meghaladó mértékben csökkentek a korábbi csúcstértékekhez képest, ennek ellenére a 27 tagországból 16 országban a volatilis energia, élelmiszer, alkohol és dohánytermékek nélküli infláció még mindig stagnáló vagy emelkedő képet mutat (3-39. ábra).

3-39. ábra: A 2023. májusi infláció és maginfláció változása a 2022. január óta elért csúcstértékhez képest

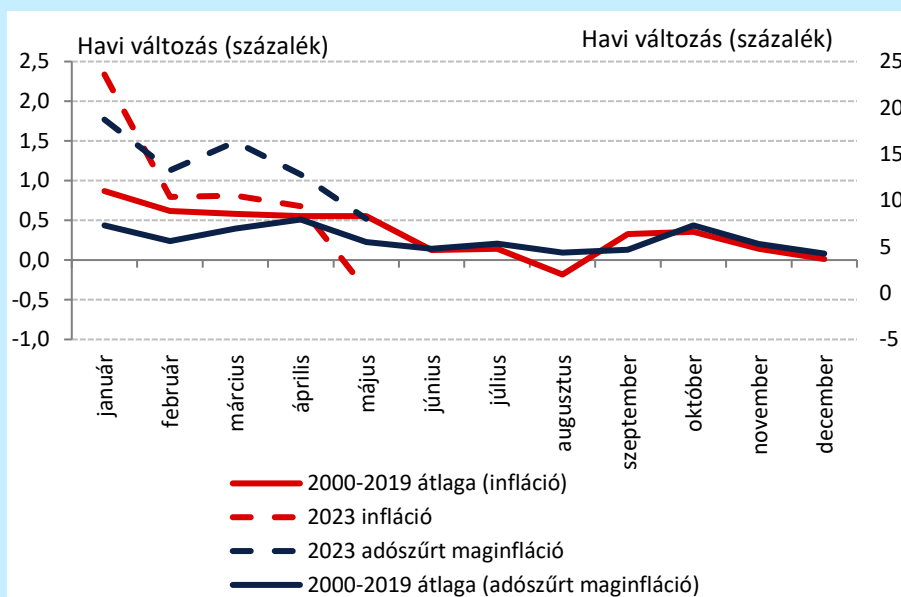


Megjegyzés: Az Eurostat módszertana alapján számított maginfláció a volatilis energia, élelmiszer, alkohol és dohánytermékek nélküli infláció.

Forrás: Eurostat, MNB

Hasonló tendencia figyelhető meg hazánkban is, ahol az inflációban tapasztalható átázások már megfelelnek a historikus átlagnak, azonban a maginfláció havi változása még magasabban alakul (3-40. ábra). A historikus átlagnak megfelelő átázások és a kedvező bázishatások az infláció dinamikus mérséklődését vetítik előre, ugyanakkor a maginflációban tapasztalható nagyobb mértékű havi átázások mellett az alapfolyamatok mérséklődése lassabban mehet végbe.

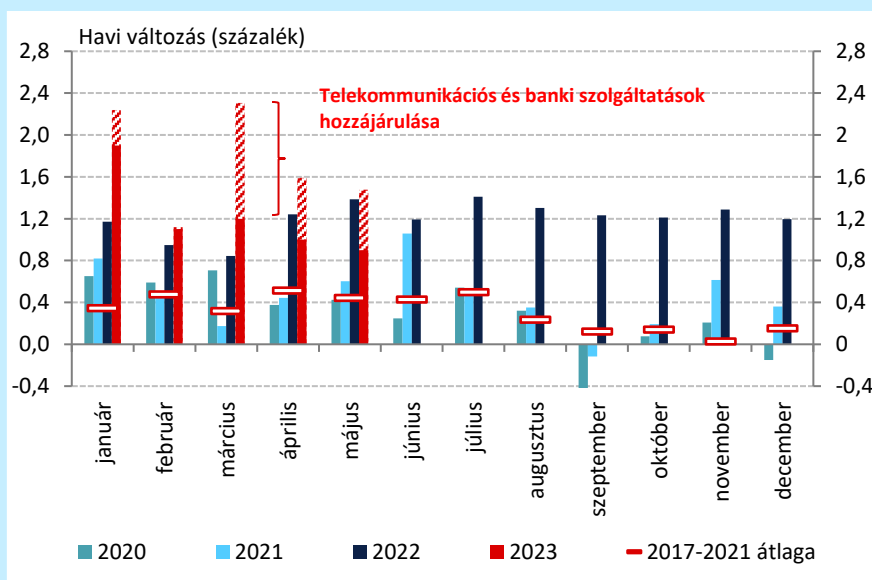
3-40. ábra: Az infláció és a maginfláció historikus átlaghoz viszonyított alakulása 2023-ban



Forrás: KSH, MNB

A maginfláció résztelei közül a feldolgozott élelmiszerek és a tartós iparcikkek áralakulása tükrözi leginkább a jegybank által alkalmazott szigorú monetáris kondíciókat, így a feldolgozott élelmiszerek árdinamikája ötödik, a tartós iparcikkek árdinamikája hetedik hónapja lassul. Az iparcikkek esetében a tartós iparcikkek jelentősen lassuló árdinamikáját a nem tartós iparcikkek áremelkedése csak részben ellensúlyozta, a piaci szolgáltatások inflációja továbbra is emelkedik. A piaci szolgáltatások év eleji magas áremelkedésének háttérében a telekommunikációs szolgáltatók, illetve a banki szolgáltatások előző évi inflációhoz indexált átárázása állt. Azonban a piaci szolgáltatások havi átárázási üteme a telekommunikációs és banki szektorokból érkező egyszeri hatásokat kiszűrve stagnál és továbbra is magasabb a historikus átlagnál (3-41. ábra).

3-41. ábra: Piaci szolgáltatások inflációja



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, adószűrt, egyhavi változás.

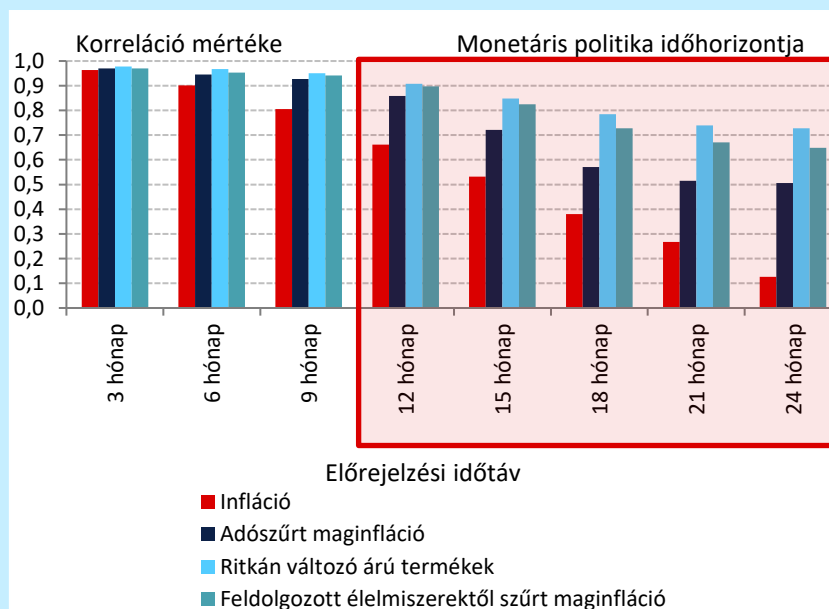
Forrás: KSH, MNB

Az inflációhoz hasonlóan a maginfláció emelkedését is elsősorban költségsokkok okozták, hatásuk azonban később jelent meg és hosszabb időtávon fennmarad a magasabb perzisztencia miatt. A maginfláción belül nagyobb súllyal szerepelnek a perzisztensebb tételek, amelyek inflációja egy-egy sokk után lassabban tér vissza az egyensúlyi értékéhez. Ha egy költségsokk ezekre a perzisztensebb tételekre is kiterjed, akkor a költségsokk hatása a maginflációban az inflációnál hosszabb ideig marad fenn.

A maginfláció és az MNB által számított alapfolyamat-mutatók alakulása jelentős mennyiségű releváns információt hordoz a monetáris politika számára. A fogyasztóiár-index esetében az aktuális tényadatokban számos olyan tényező hatása tükröződhet, amelyek átmenetiek vagy olyan relatívár-változásokat mutatnak, amelyek a középtávú inflációs kilátásokat érdemben nem befolyásolják. A maginfláció és az alapfolyamatmutatók célja, hogy ezeket a volatilis és átmeneti elemeket kiszűrjék, ezáltal pontosabb képet adjanak az infláció középtávú alakulásáról. Mivel a jegybank feladata a tartós árstabilitás biztosítása és ezzel kapcsolatosan a jegybanki cél monetáris politikai időhorizonton (5-8 negyedév) való elérése, ezért az alapmutatók a középtávú, inflációra vonatkozó jó előrejelzési képességükből fakadóan fontos információforrások a monetáris politikai döntések számára.

Az inflációs alapmutatók az infláció monetáris politikai horizonton való alakulását továbbra is jól jelzik előre, így információtartalmuk a monetáris politika számára továbbra is jelentős. Az elmúlt évek turbulens gazdasági környezetében, amikor több, korábban elfogadott gazdasági összefüggés változott meg (újra meredekebbé váló Philips-görbe, megváltozó árfolyambegyűrés) releváns kérdés, hogy a korábban alkalmazott mutatók jövőbeli inflációra vonatkozó magyarázóereje továbbra is erős-e. Vizsgálataink eredménye azt mutatja, hogy a maginfláció és a többi alapmutató inflációra vonatkozó előrejelzési képessége az egy éven túli időhorizonton továbbra is erős és számottevően jobb, mint az infláció önmagára vonatkozó előrejelzési képessége, azaz autokorrelációja (3-42. ábra).

3-42. ábra: Az infláció autokorrelációja és az inflációs alapmutatókkal való korrelációja különböző előrejelzési időszakok esetén



Megjegyzés: 2013. január és 2023. április közötti időszak adatai alapján becsült auto- és keresztkorrelációk.

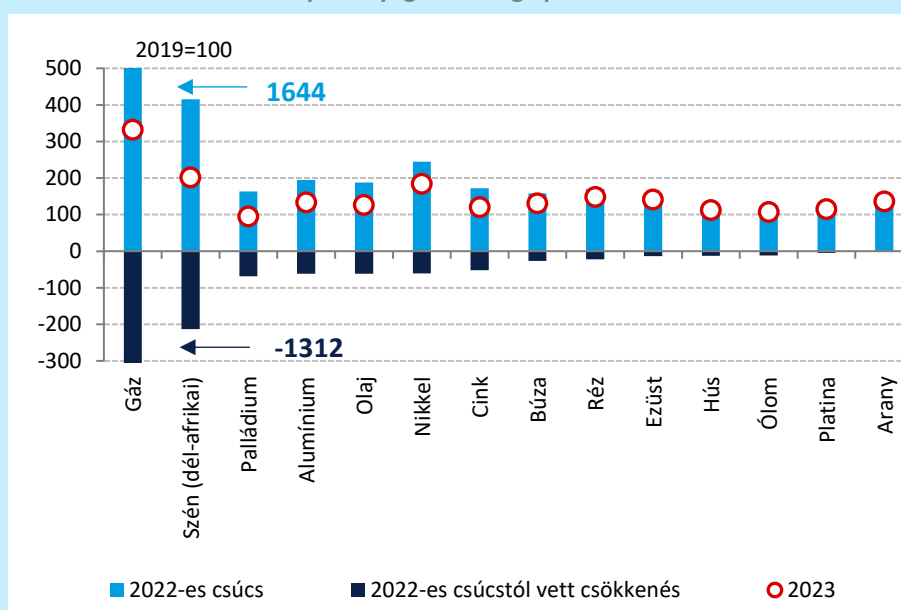
Forrás: MNB

A tartós árstabilitás elérése szempontjából nagy jelentőséggel bír, hogy az inflációs cél elérése egészséges, fenntartható szerkezetben valósuljon meg. Ehhez a költségsokkok megjelenésére és kifizetésére gyorsan reagáló volatilis tételek inflációjának mérséklődése mellett a perzisztensebb alapfolyamatok deflációja is szükséges, ami elsősorban fegyelmezett és a középtávú inflációs tendenciákat is szem előtt tartó monetáris politikát követel meg.

3-4. keretes írás: Mi okozza az infláció európai fordulatát?

Világszerte egyre szélesebb körben érezhető az infláció csökkenése. A dezinflációt a mérséklődő nyersanyag- és energiaárak mellett a szigorú monetáris kondíciók és a tavalyi bázisok hatása is támogatja hazánkban.

3-43. ábra: A főbb nyersanyag- és energiapiaci termékek árváltozása



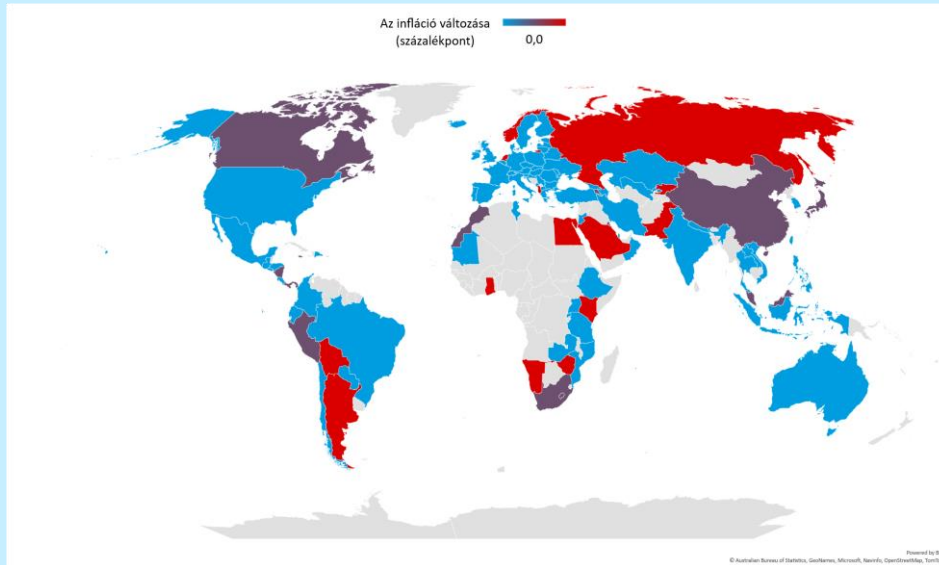
Megjegyzés: A gáz, az áram és az olaj esetében napi frekvenciájú adatokat vizsgáltunk, míg a többi nyersanyag esetében a havi adatok állnak rendelkezésre

Forrás: Bloomberg és Világbank adatok alapján MNB-számítás.

Jelentős fordulaton vannak túl a globális nyersanyag- és energiapiacok. 2021 közepétől 2022 nyaráig az energia-, nyersanyag- és élelmiszerárak meredek emelkedését figyelhettük meg, ami világszerte a fogyasztói árak jelentős növekedését vonta maga után. 2022 második felétől ugyanakkor a globális konjunktúra lassulásával erősödtek a világgazdasági recessziós kockázatok, melyek az áru piacokon éreztették legkorábban hatásukat. Az energiaárak a nyári hónapokban látott tetőzést követően szintén jelentősen mérséklődtek. A májusi adatok alapján a földgáz jegyzésére 80 százalékkal esett vissza az augusztusi csúcshoz képest. A gázhiánnyal kapcsolatos félelmek oldódásának hatására május végére a gázár kétéves mélypontját érte el, és megközelítette az energiaválság előtti szintjét. A gázárak csökkenését az egész Európára jellemző enyhe téli időjárás, az alternatív források kihasználása és a kereslet alkalmazkodása egyaránt támogatta. A Brent kőolaj világpiaci jegyzésére is stabilan 70-75 dollár/hordó közötti szinten alakul. Emellett átlagosan több mint negyedével csökkentek a nemesfémek árai a tavalyi árcsúcshoz képest (3-43. ábra).

Világszerte mérséklődnek az inflációs mutatók. A világ országainak többsége túl van az infláció tetőzésén. 95 ország rendelkezésre álló adata alapján 76 országban mérséklődést mutatott az infláció 2023 májusában (3-44. ábra). Továbbra is hazánkban a legmagasabb az infláció az Európai Unió országai között, ugyanakkor ez részben annak a következménye, hogy az árkorlátozó intézkedések átmenetileg visszafogták a külső költségsokkok fogyasztói árakban való megjelenését a tavalyi évben. A bázishatások hamarabb vezettek dezinflációhoz azokban az országokban, ahol a költségsokkok hamarabb és közvetlenül jelentkeztek a fogyasztói árakban. Az elkövetkező hónapokban ugyanakkor a hazai dezinflációban is egyre nagyobb szerep jut a tavalyi magas bázisok hatásának.

3-44. ábra: Májusi inflációs ráták változása áprilishoz képest a világban

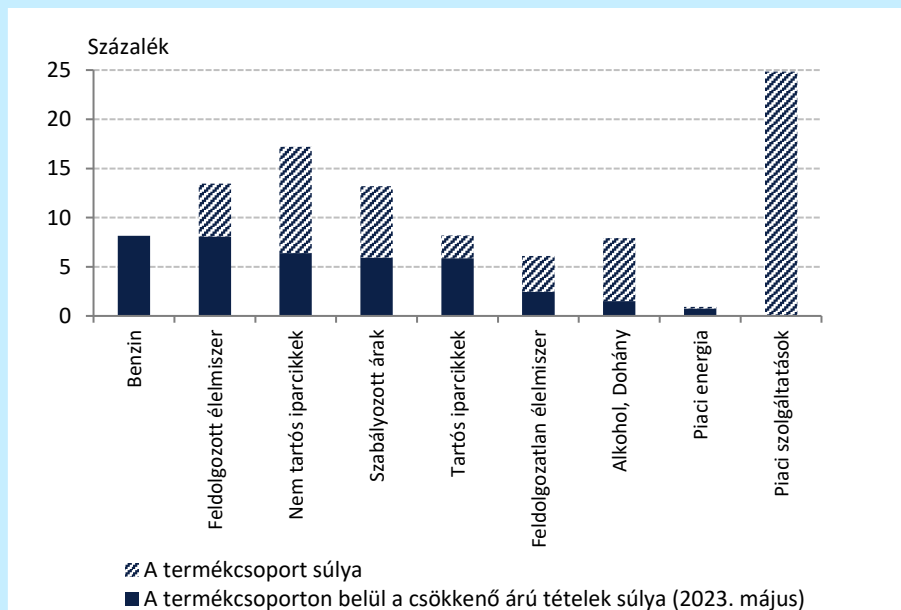


Megjegyzés: 95 ország rendelkezésre álló adatai alapján. Ausztrália esetében a negyedéves adatközlés miatt a 2023. első negyedéves adat.

Forrás: Macrobond, MNB.

Egyre szélesebb körben csökken a hazai infláció. Az infláció csökkenése elsősorban az élelmiszerek, tartós iparcikkek és az energia körében érezhető. Bár még mindig hazánkban a legmagasabb az élelmiszer-infláció az EU-ban, de májusban már negyedik hónapja csökkent a mértéke. Az infláció mérséklődése így már széles bázison nyugszik (3-45. ábra). Az áremelkedés üteme májusban éves alapon a fogyasztói kosár 73,5 százalékában lassult, az előző hónaphoz képest pedig a fogyasztói kosár 39,2 százalékában már az árszint is csökkent. A mérséklődő árú tételek több, mint felét a feldolgozott élelmiszerek és iparcikkek adják. Az iparcikkek az a termékcsoport, ahol a monetáris politika hatása a leghamarabb megjelenik, és ez a hatás már érezhető is. A tartós iparcikkek árszintje már második hónapja csökken, vagy mérséklődik. Míg márciusban lényegében egyedül az új és használt gépjárművek okozták a termékcsoport árcsökkenését, addig áprilisban és májusban már a tartós cikkek szélesebb bázisán is az árak mérséklődését figyelhettük meg.

3-45. ábra: Csökkenő árszintű termékek aránya saját termékcsoportukon belül



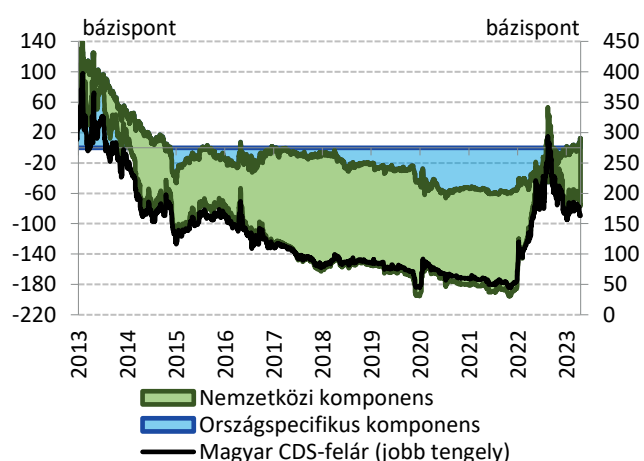
Forrás: KSH, MNB.

4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

A fejlett és feltörekvő pénz- és tőkepiaci hangulat az elmúlt negyedév során összességében javult. Március végétől enyhültek az amerikai bankcsődök nyomán kirobbant piaci turbulenciák, majd a beérkező makrogazdasági hírek, valamint a tovább csökkenő nyersanyagárak hatására mérséklődtek a recessziós félelmek is, miközben javult a befektetői kockázatvállalási kedv. Az időszak végén az amerikai adóssághatár törvény felfüggesztése szintén nyugtatólag hatott a pénzpiacokra, ami a piaci volatilitás enyhülését is magával vonta. A fejlett piaci hozamok emelkedése ellenére a hazai bankközi és állampapír hozamok érdemben csökkentek, amit az inflációs fordulat, a monetáris politika normalizációjának megkezdése, valamint az ország kockázati felárának mérséklődése is támogatott. A forint az időszak során fokozatosan felértékelődött az euróval szemben, és több mint egy éves csúcsra erősödött. Összességében a forint 2,6 százalékkal erősödött az euróhoz képest, ami elmaradt a lengyel zloty 4,6 százalékos felértékelődésétől, ugyanakkor meghaladta a cseh korona, valamint a román lej 0,7 százalékos gyengülését is.

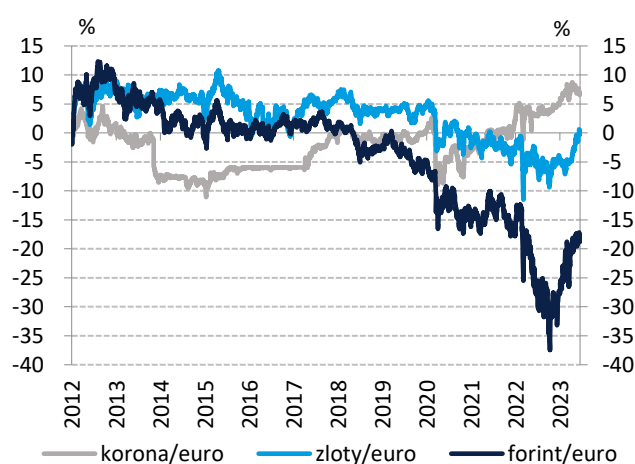
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



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

Forrás: Bloomberg, MNB

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 elmúlt időszak nagy része során stabilan alakult és csak szűk sávon belül mozgott. Az időszak végén mérséklődés történt, amivel együtt az időszak során 13 bázisponttal, 163 bázispontra csökkent a felár. (4-1. ábra). Az országspecifikus tényezők kismértékben emelték a CDS felarat, ugyanakkor a nemzetközi tényezők ezt teljes mértékben ellensúlyozták.

4.1.2. Devizapiaci folyamatok

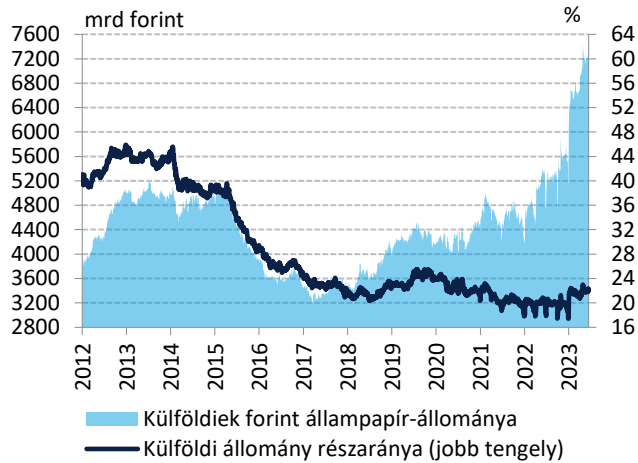
A forint az időszak során jellemzően erősödött az euróval szemben, amely dinamikát csak kisebb korrekciók szakították meg. Az időszak végére 2,6 százalékkal értékelődött fel, miközben 14 hónapos csúcsnak megfelelő szinten is járt. A régióban a lengyel zloty 4,6 százalékkal erősödött, miközben a cseh korona és a román lej egyaránt 0,6 százalékkal gyengült az időszak során. (4-2. ábra). A régiós devizák árfolyamát a globális kockázatvállalási hajlandóság, a fejlett és régiós jegybankok monetáris politikai lépései, valamint a beérkező makroadatok befolyásolták. A dollárral szemben a forint és a zloty nagyobb mértékben, míg a korona és a lej kisebb mértékben erősödött.

4.1.3. Állampapírpia és hozamalakulás

Tovább emelkedett a külföldiek forint állampapír állománya az elmúlt negyedévben (4-3. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állománya az elmúlt időszak során 590 milliárd forinttal, 7258 milliárd forintra nőtt. A forint állampapírokon belüli tulajdoni részarány szintén emelkedett, így 22 százalék körül alakul.

Az időszak során az államkötvény aukciók nagy részén a meghirdetettnél nagyobb mennyiségben fogadott el ajánlatokat az ÁKK, ugyanakkor néhány esetben előfordult a meghirdetettnél kisebb kibocsátás is. Az

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



Megjegyzés: Az ábra a diszkontkincstárjegyek és államkötvények állományát mutatja.

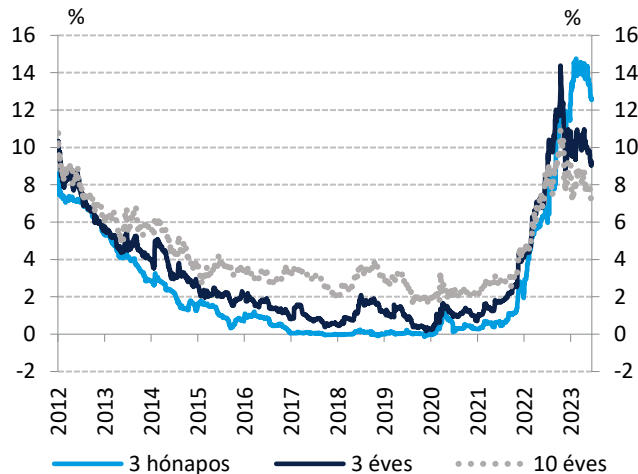
Forrás: MNB

aukciós átlaghozamok a másodpiaci hozamszintekkel összhangban mérséklődtek. A 3 hónapos DKJ aukción 200 bázisponttal, míg a tízéves aukción 146 bázisponttal csökkentek az aukciós átlaghozamok.

Az állampapír-piaci hozamgörbe rövid-, középső- és hosszú szakaszán egyaránt mérséklődtek a hozamok, a görbe hosszú végén nagyobb mértékben. (4-4. ábra). Az időszak során összességében az 5 éves hozam 115, míg a 10 éves hozam 120 bázisponttal került lejjebb, bár voltak volatilis, nagyobb hozamemelkedéssel járó periódusok is. A bankközi hozamok közül a 3 hónapos BUBOR 73 bázisponttal 15,57 százalékra mérséklődött.

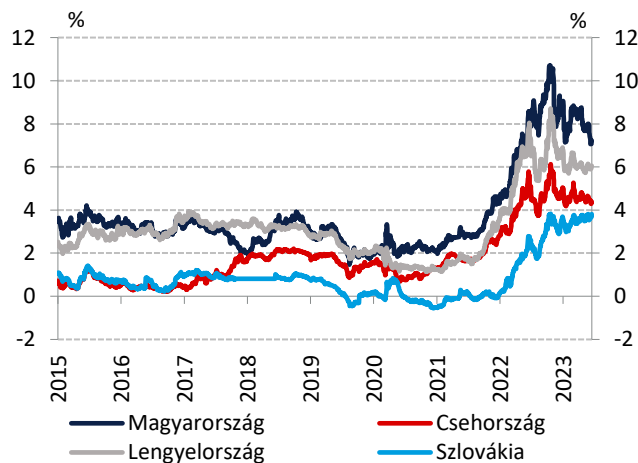
A régiós hosszú referenciahozamok eltérően alakultak az időszak során. (4-5. ábra). A tízéves cseh hozam 23 bázisponttal csökkent, míg a lengyel 13 bázisponttal, a szlovák euró hozamok pedig 23 bázisponttal emelkedtek.

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



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása

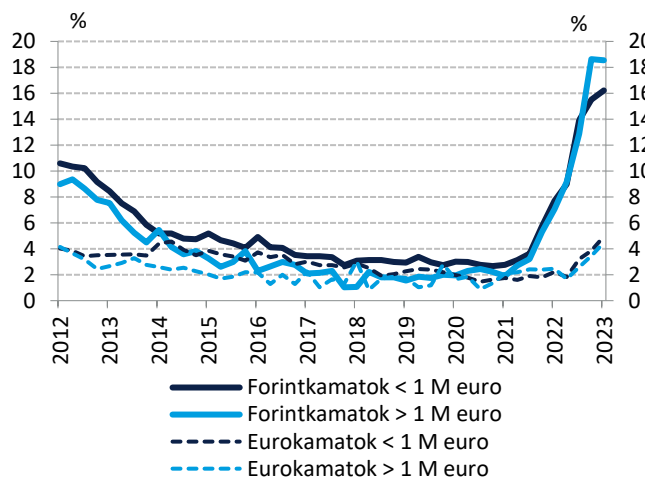


Forrás: Bloomberg

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2023 első negyedében a bankok 14-33 százaléka szigorított a vállalati hitelfeltételeken a kis- és nagyvállalatok, illetve az üzleti célú ingatlanhitelezés esetében. 2023 második és harmadik negyedévére előreintve a bankok egy szűkebb körben a hitelsztenderdek további szigorítását jelezték. A bankok a szigorítást elsősorban ciklikus tényezőkkel indokolták, míg a likviditási, illetve tőkehelyzet nem hatottak a feltételek széleskörű szigorítása irányába. Ez alapján a bankok hitelezési képessége továbbra is magas szinten áll. A lakáshitelek esetében a bankok nem változtattak a sztenderdeken, míg a fogyasztási hitelek esetén 11 százalék szigorított, és a következő fél évre előretekintve a fogyasztási hitelek piacán további szigorítás várható. Az újonnan szerződött vállalati forintbitelek átlagos finanszírozási költsége, és az újonnan kötött, hosszúra rögzített kamatozású lakáshitelek átlagos hitelköltsége kismértékben növekedett a vizsgált időszakban.

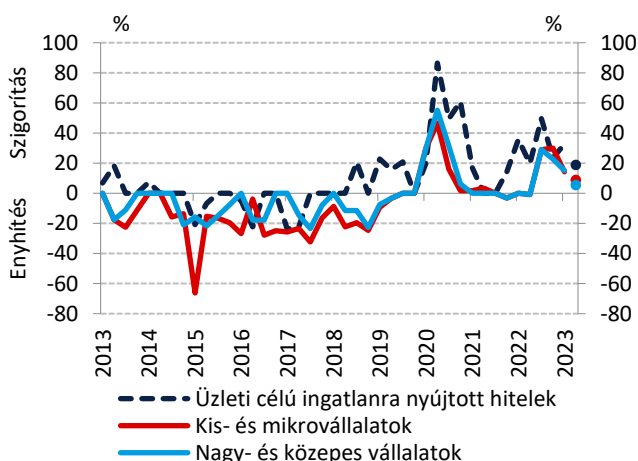
4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába



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 részszegmensben



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

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

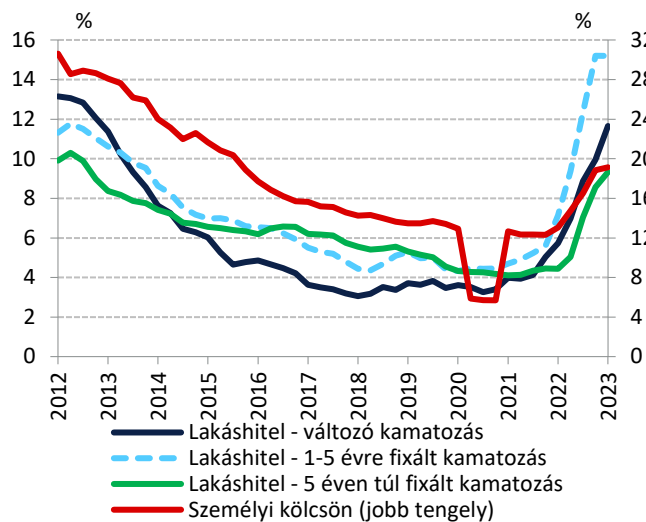
2023 első negyedében a vállalati forintbitelek átlagos kamatlába kismértékben tovább növekedett. Az újonnan szerződött, éven belül változó kamatozású, jelentős részben piaci alapon kötött vállalati forintbitelek szerződésének átlagos kamatszintje – a pénzpiaci ügyletek kiszűrésével – a kisösszegű hitelek esetében 70 bázisponttal emelkedett, míg a nagyösszegű hitelek esetében 8 bázisponttal mérséklődött az előző negyedévhez képest, ezzel az átlagos finanszírozási költség 18,1 százalék volt március végén (4-6. ábra). A kisösszegű euróhitelek kamatszintje 112, míg nagyösszegű euróhiteleké 101 bázisponttal növekedett az első negyedév során, ezzel március végén az euróhitelek átlagos finanszírozási költsége 4,5 százalékon állt. A vállalati eurókamatok jelentősebb növekedése a bankközi kamatok emelkedésére vezethető vissza.

Az első negyedév során a kkv-k és a nagyvállalatok esetében is a bankok szűk köre szigorított a hitelsztenderdeken. Az első negyedévben a Hitelezési felmérésben részt vevő bankok mindkét vállalatméret kategóriában, illetve az üzleti célú ingatlanhitelek esetében 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 csupán szűk köre jelezte, azaz a bankok hitelezési képessége továbbra is magas szinten áll. A következő fél évre előretekintve a vállalati hitelfeltételek kisebb körű szigorítása várható: az üzleti célú ingatlanhitelezésben a bankok nettó értelemben vett 19, a nagy- és közepes vállalatok esetében 5, míg a kis- és mikrovállalatok esetében 9 százaléka tervez szigorítani (4-7. ábra).

4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

A lakáshitelek átlagos kamatlába enyhén növekedett a negyedév során. A 2023 első negyedében megkötött lakáscélú hitelszerződések átlagos THM-szintje az 1–5 évre kamatfixált hitelek (jelentős részben a Családi Otthonteremtési Kedvezményhez kötődő

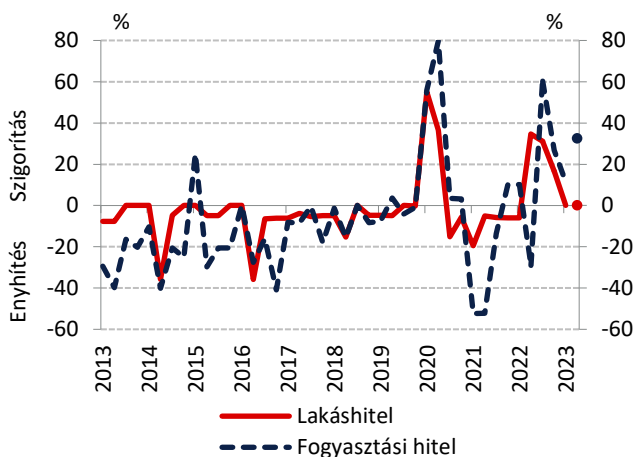
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje



Megjegyzés: Új folyósítású hitelkamatok negyedéves átlaga. Az 1-5 évre fixált hitelek esetében a friss adatpontok zömében államilag támogatott hiteleket 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 második és harmadik negyedévére.

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

kamattámogatott hitelek) esetében az előző negyedévi szinten, 15,2 százalékon állt, míg az 5 évnél hosszabb futamidőre kamatfixált hitelek esetében 76 bázispontos emelkedés történt, ezzel az átlagos hitelköltség 9,3 százalékot ért el 2023 márciusában (4-8. ábra). 2023 első negyedévében a legalább 5 éves kamatperiódussal elérhető Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitelek volumene a negyedéves új lakáshitel-kibocsátás 47 százalékát adta, míg a legalább 10 évre fixált hitelek részesedése 78 százalékot ért el, így az új lakáshiteligénylők jelentős része védve van a kamatkockázattól. A személyi kölcsönök átlagos simított THM-szintje 27 bázisponttal emelkedve 19,1 százalékot ért el a vizsgált időszak végén.

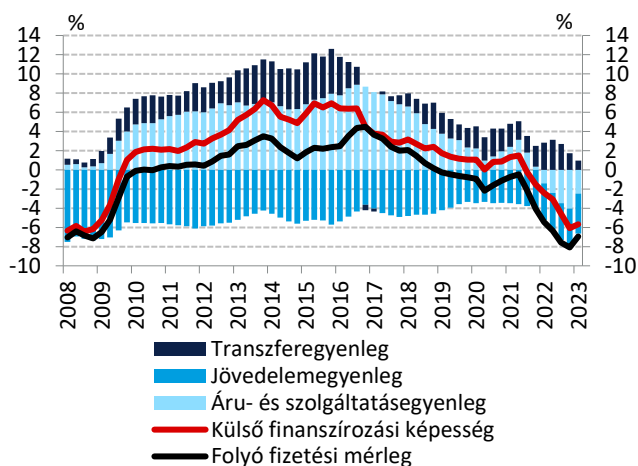
A lakáshitelek sztenderdjei érdemben nem változtak és előretekintve se várható változás. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján 2023 első negyedévében a bankok nem változtattak a lakáshitelek sztenderdjein és 2023 második és harmadik negyedévére előretekintve sem terveznek módosítást (4-9. ábra). A fogyasztási hitelek tekintetében a hitelintézetek nettó értelemben vett 11 százaléka szigorított a hitelhez jutás feltételein az első negyedév során. A szigorítás mögött elsősorban a hitelkamat és a forrásköltségek közötti szpred emelése állt. 2023 második és harmadik negyedévére előretekintve a bankok magasabb aránya, nettó értelemben vett 32 százaléka a sztenderdek további szigorítását tervezi a fogyasztási hitelek piacán.

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

2023 első negyedévében a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 7 százaléka alá mérséklődött, miközben a gazdaság külső finanszírozási igénye is csökkent. A külkereskedelmi egyenlegben bekövetkezett fordulat az energiaárak, valamint a belföldi kereslet mérséklődéséhez volt köthető. Az első negyedévben finanszírozási oldalon nettó közvetlentőke-források – részben egyedi tényező miatt bekövetkezett – kiáramlása valósult meg, miközben az adósságbeáramlás érdemben nőtt. 2022 utolsó negyedévében az ország GDP-arányos nettó külső adóssága enyhe emelkedés mellett is viszonylag alacsony maradt, miközben a bruttó adósság kismértékben bővült: a forrásbevonás hatását fékezte a nominális GDP emelkedése.

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



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

5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

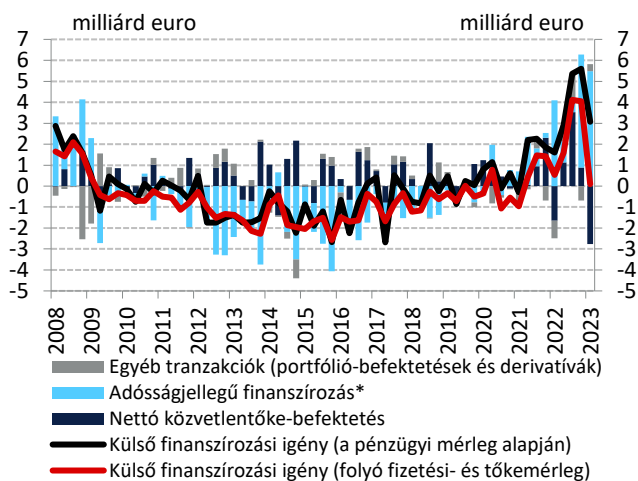
A gazdaság külső finanszírozási igénye és a folyó mérleg hiánya 2023 első negyedévében jelentősen mérséklődött, és ezzel a korábbi negyedévek romlása megállt (5-1. ábra).

A külső egyensúlyi mutatók javulása döntően a külkereskedelmi egyenleg – azon belül is a javuló cserearányokhoz köthetően az energiaegyenleg hiányának csökkenésére, valamint a belföldi kereslet (például a kiskereskedelmi forgalom) mérséklődésére – volt visszavezethető. Ezen kívül az érdemi javuláshoz az élénk gépipari (véltetően részben készletről történő) export is hozzájárult. A külkereskedelmi egyenleg alakulásában fontos szerepet játszó szolgáltatás egyenleg többlete az első negyedévében megközelítette a GDP 5 százalékát, ami a járvány kitörése óta nem tapasztalt magas szintet jelent. A nominális GDP növekedésével párhuzamosan romló jövedelemegyenleg a vállalati profit bővülése és a kamatkidadások emelkedése mellett valósult meg. Az enyhén mérséklődő transzferegyenleg mellett a gazdaság külső finanszírozási igényében is fordulat történt, és jelentősen csökkent.

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

2023 első negyedévében a javuló külső egyensúlyi helyzet mellett folytatódott az adósságjellegű források beáramlása, miközben a nettó közvetlentőkében kiáramlás történt (5-2. ábra). A nettó közvetlentőke esetében a korábbi negyedévek jelentős beáramlását követően 2023 első negyedévben az egy évvel korábbihoz hasonló módon nagyobb mértékű tőkekiáramlás történt. Ez részben egy magyarországi pénzintézet egy régiós országban lévő bankban vásárolt részesedéséhez volt köthető. Mindezzel párhuzamosan a nettó portfólió-részvény befektetések – a korábbi negyedévek emelkedése után – csökkenésbe fordultak, elsősorban a rezidens szereplők mérséklődő befektetéseihez köthetően. Az első negyedévben folytatódott az adósságjellegű forrásbeáramlás: az államháztartás és a bankrendszer forrásbevonása mellett a vállalatok csökkentették külföldi adósságukat.

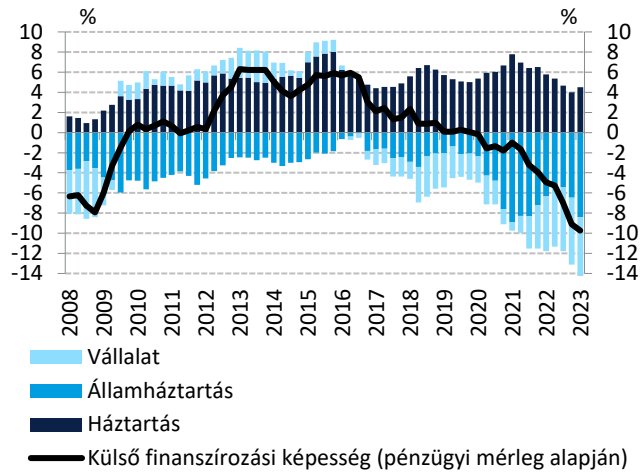
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



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 idősről.

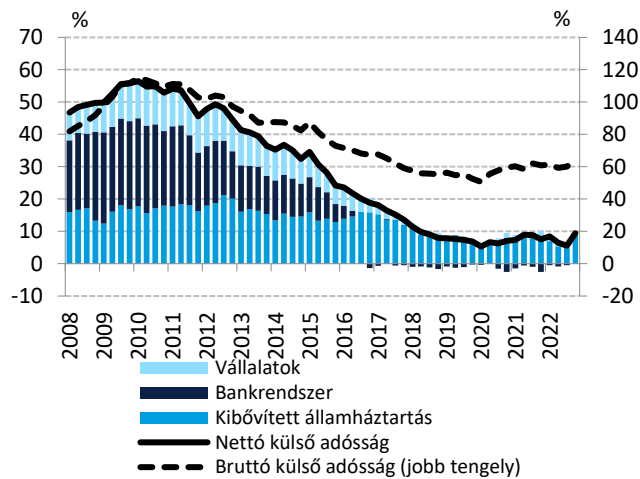
Forrás: MNB

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



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

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 idősről. A GDP százalékában.
Forrás: MNB

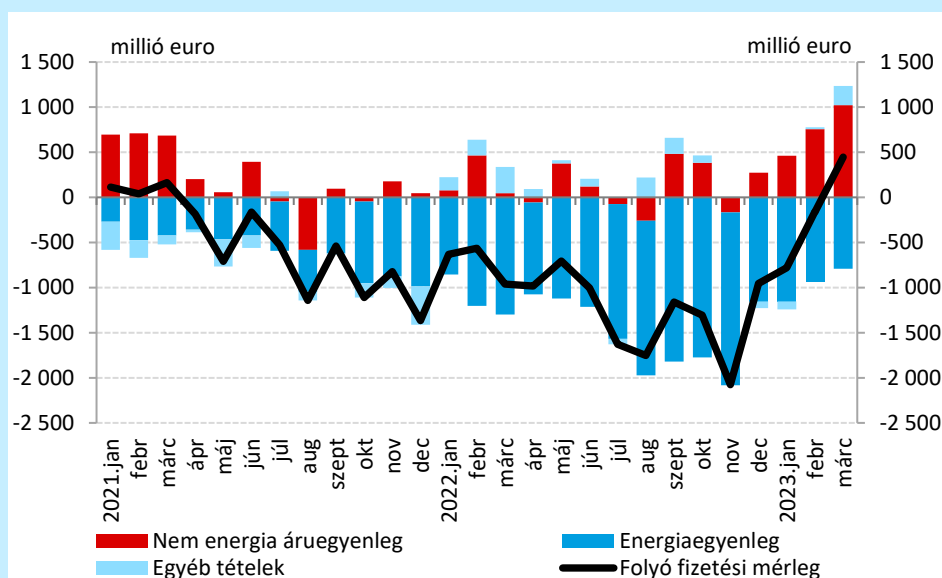
2023 első negyedévében az állam finanszírozási igénye érdemben emelkedett, miközben a magánszektor nettó pénzügyi megtakarításának helyzete javult (5-3. ábra). Az első negyedévben az államháztartás nettó pozíciója romlott, ami a kieső uniós forrásokat előlegként már kifizetett finanszírozáshoz, a magas inflációt kiegészítő nyugdíjmeléshez és a januárban bekövetkezett 10 százalékos pedagógus béremeléshez kötődött. Az emelkedő állami bér- és nyugdíjkifizetés, illetve a visszaeső és egyben alkalmazkodó belső felhasználás a magánszektor nettó pénzügyi pozíciójának javulásának irányába hatott. A vállalatok csökkenő nettó finanszírozási igénye a magas profit jövedelemre, valamint a csökkenő beruházási aktivitásra volt visszavezethető. Az éves szinten már jelentősen visszaeső kiskereskedelmi forgalom javította 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 eredjeként alakult ki. A tranzakciók állománynövelő hatását a nominális GDP bővülése részben ellensúlyozta. A bruttó külső adósság a GDP közel 64 százalékára emelkedett, ami szintén az adósságbeáramlásra volt visszavezethető.

5-1. keretes írás: Trendszerű javulás a folyó fizetési mérlegben: cserearány és reálgazdaság

A folyó fizetési mérleg egyenlege tavaly elérte mélypontját, és 2023 márciusára gyors javulás után többletbe fordult (5-5. ábra). A javuláshoz az energia- és az energián kívüli áruegyenleg is jelentősen hozzájárult. A 2022 novemberi mélypontot követően markáns fordulat állt be a folyó fizetési mérlegben, aminek köszönhetően 2021 márciusa óta először regisztrálhattunk többletet. A kedvező folyamatok döntően az áruegyenleg javulásában bontakoztak ki, ami az export emelkedésére és az import visszafogottabb bővülésére egyaránt visszavezethető. Az energiaárak tavaly év végén meginduló, majd idei év elején folytatódó normalizálódása az energiaimport értékének érdemi csökkenésében tükröződött: a gázárak a 2022 nyarán jellemző 200 €/MWh feletti szintről 40 €/MWh közelébe csökkentek 2023 márciusára, de az energiafelhasználás alkalmazkodása is támogatta a külső egyensúly javulását (2023 januárjában a hazai földgázfelhasználás 30 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakától). A belső kereslet mérséklődése általánosan is az importvolumenek lassulásának irányába hatott: 2023 márciusában a kiskereskedelmi forgalom volumene 13 százalékkal, míg a nemzetgazdasági beruházások volumene az első negyedévben közel 3 százalékkal mérséklődött éves összevetésben. Szintén javította a folyó fizetési mérleget a helyreálló szolgáltatás egyenleg. Összességében elmondható, hogy a külső egyensúly elmúlt hónapokban tapasztalt gyors javulása az energiaárak csökkenése mellett a gazdaság széleskörű alkalmazkodásával volt összefüggésben.

5-5. ábra: A folyó fizetési mérleg, az energiaegyenleg és a nem energia áruegyenleg alakulása

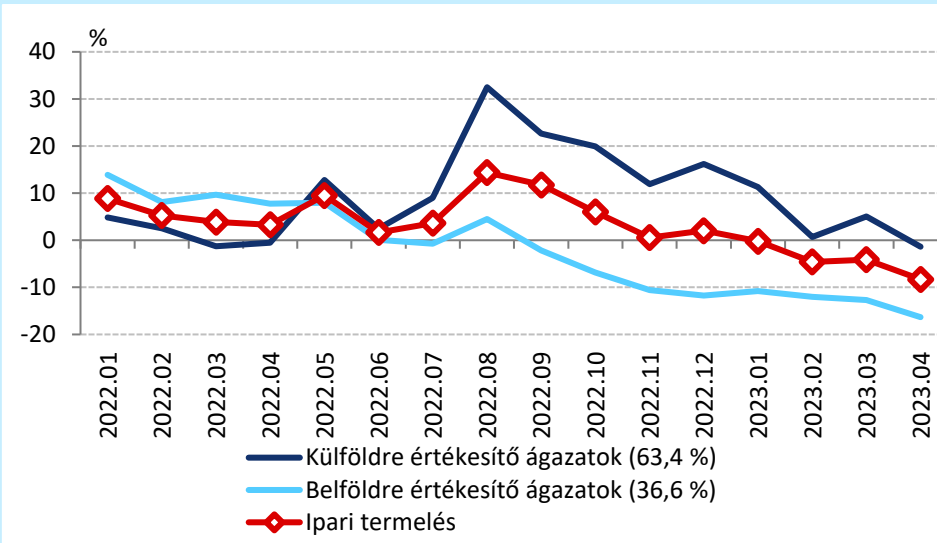


Forrás: KSH, MNB

Az ipari termelés csökkenése ellenére az export bővült az év első hónapjaiban. A kivitel volumene az év első hónapjaiban számos termékcsoporthoz viszonyítva visszaesést (pl. feldolgozott termékek) vagy stagnálást (pl. vegyi áruk) mutatott éves alapon, a hazai áruexport volumenének növekedése mégis jelentős maradt. Ez nagyrészt annak köszönhető, hogy az áruexport euróban számolt értékének közel 60 százalékát kitevő, a közúti járművek és villamos gépek gyártását magában foglaló gépek és szállítóeszközök kivitelének éves alapú növekedése pozitív maradt az idei első negyedévben is. Az év első hónapjaiban visszaeső ipari termelés ellenére a közúti járművek és akkumulátorok gyártása bővülni tudott, ami így jelentősen támogatta az árukivitel növekedését.

Eltérő képet mutat azonban a külföldre és belföldre értékesítő ágazatok termelése (5-6. ábra). A belföldre értékesítő ágazatok esetében az ipari kibocsátás már tavaly szeptember óta csökken, míg az exportra termelő vállalatok esetében a jelentős lassulás ellenére is bővülni tudott a termelés az év első három hónapjában. Ugyanakkor idén áprilisban már a külföldre értékesítő ágazatok esetében kis mértékben szintén visszaesett a termelés éves alapon. A rendelések az előző hónapok trendjének folytatását vetítik előre: az új belföldi rendelések csökkentek éves alapon, míg az új exportrendelések éves növekedése pozitív, de lassult az első negyedévben.

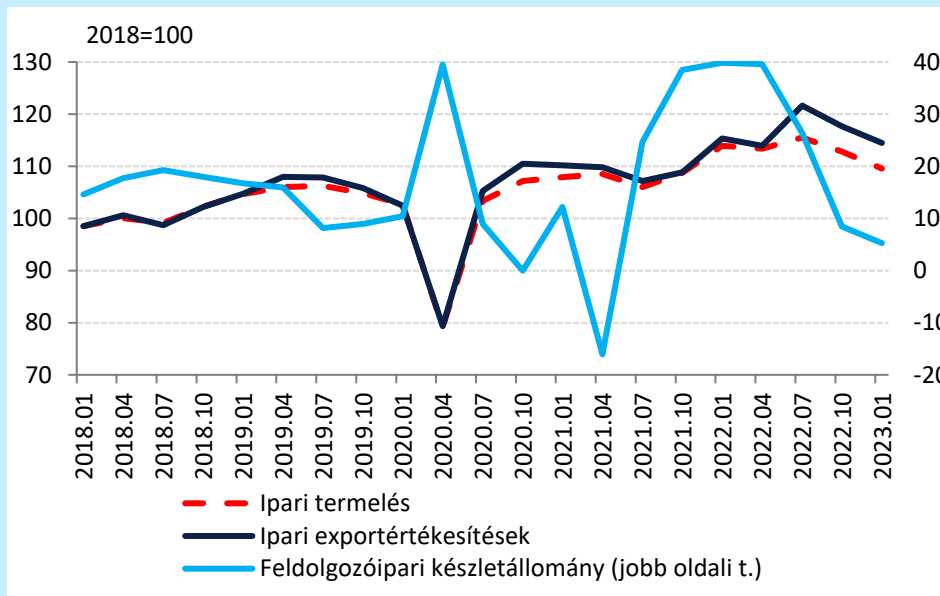
5-6. ábra: Az exportra, valamint belföldre értékesítő ágazatok ipari termelésének alakulása



Megjegyzés: A külföldre értékesítő ágazatok 2022-es értékesítésük legalább 70 százalékát exportálták. Zárójelben a 2022-es ipari termelés súlya. Külföldre értékesítő ágazatok: ruhaipar, vegyi anyagok gyártása, gyógyszeripar, gumigyártás, számítógép- és elektronika, villamos-berendezés és akkumulátorgyártás, járműgyártás. Forrás: KSH, MNB

A korábbi években erős együttmozgás volt megfigyelhető az ipari termelés és az ágazat exportértékesítései között. Az elmúlt negyedévekben azonban a két mutató elvált egymástól és az ipari termelés rendre alulmúlta az exportértékesítéseket (5-7. ábra). Erre magyarázat lehet, hogy a tavalyi év második negyedétől a feldolgozóipari készletállomány növekedése jelentősen lassult, így a készletek értékesítése támogathatta az export bővülését az ágazatban.

5-7. ábra: Az ipari exportértékesítések, az ipari termelés és a feldolgozóipari készletállomány alakulása

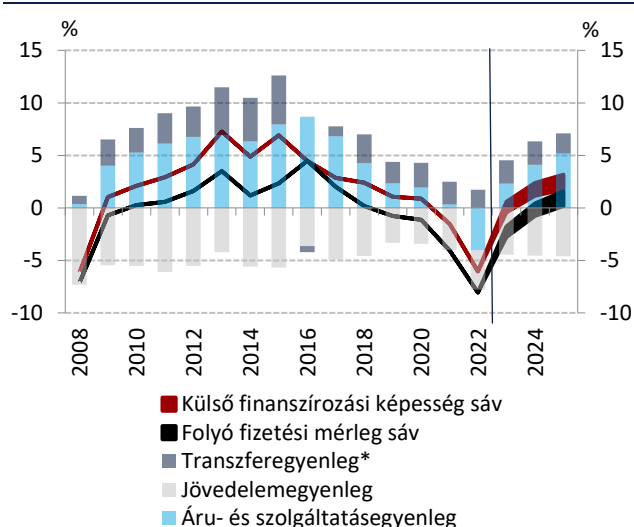


Forrás: KSH, MNB

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A folyó fizetési mérleg hiánya a külkereskedelmi egyenleg javulásának eredményeként 2023-ban és 2024-ben számottevően mérséklődik, és a horizont végére többletbe fordul. Az idei évben a mérséklődő energiaárak és a csökkenő belső kereslet következtében lassul az import bővülésének üteme. Mindez – a tovább javuló exportpiaci részesedéssel párhuzamosan – összességében a külkereskedelmi egyenleg javulását 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 stabilizálódik.

5-8. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



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

Forrás: MNB

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

	2021	2022	2023	2024	2025
Áru-egyleg	-2,9	-8,5	-2,3	-0,8	0,2
Energiaegyleg	-4,4	-9,7	-3,5	-3,0	-2,7
Egyéb	1,6	1,2	1,3	2,2	2,9
Szolgáltatás-egyleg	3,3	4,5	4,6	4,9	5,0
Külkereskedelmi egyenleg	0,3	-4,0	2,3	4,1	5,2

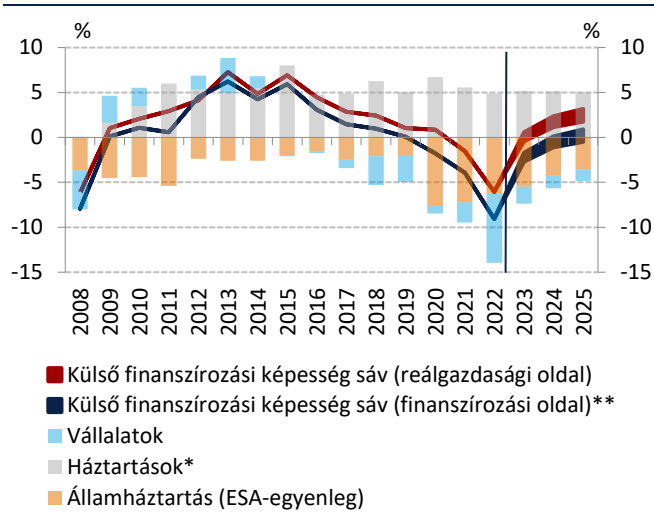
Forrás: KSH, MNB

2023-ban a folyó fizetési mérleg hiánya – a javuló külkereskedelmi egyenleggel párhuzamosan – a GDP 2-3 százalékos szint körül alakul (5-8. ábra). 2023 elején a visszaeső energiaárak miatt javuló cserearány és a hazai szektorok alkalmazkodása csökkentette az első negyedévben az import növekedési ütemét, miközben az élénk gépipari export is hozzájárult a külkereskedelmi egyenleg érdemi javulásához. A kedvező előzetes havi adatoknak, illetve az éves szinten is várhatóan mérséklődő belföldi felhasználásnak köszönhetően összességében a külkereskedelmi hiánya 2023-ban számottevően csökken, amit részben ellensúlyoz a külföldi vállalatok növekvő profitja, illetve az emelkedő kamatkidás miatt romló jövedelemegyleg. Mindezek hatására 2023-ban a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 2-3 százalék szint körül alakul. 2024-től az élénkülő külső kereslet és a kiépülő új exportkapacitások termelőre fordulásával a külső egyensúlyi pozíció számottevő mértékben tovább javulhat, így a horizont végére a folyó fizetési mérleg hiánya többletbe fordul.

Az energiaegyleg 2023-ban várható nagymértékű javulása nagyban hozzájárul a folyó fizetési mérleg hiányának ideji visszaeséséhez. A számottevően csökkenő energiaárak, a hazai szektorok fokozatos alkalmazkodása és az emelkedő GDP hatására 2023-ban az energiaegyleg GDP-arányos hiánya érdemben csökken. Az energiaegyleg javulása mellett a belföldi kereslet mérséklődése az egyéb áru-egyleg többletének növekedésében is tükröződik. Az energiaegyleg, és így az áru-egyleg javulása a következő években mérsékeltebb ütemben folytatódik (5-1. táblázat).

A szektorok megtakarítási folyamatai szerint a 2022-es tetőzés után 2023-ban az államháztartási hiány csökken, miközben a magánszektor pozíciója újra pozitív lehet (5-9. ábra). Az államháztartás finanszírozási igénye az előrejelzési horizonton folyamatosan csökken, ami az energiaárak mérséklődése mellett az adó- és járulékbévételek emelkedésére vezethető vissza, melyet az extraprofitadó-intézkedések is támogatnak. Emellett a

5-9. 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 mérséklődését segítik, míg az állami kamatkidadásoknak, illetve a nyugdíjkiadásoknak az infláció miatti emelkedése az ellenkező irányba hat. 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, valamint az emelkedő vállalati profitok 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

A 2022-es 6,2 százalékos költségvetési hiányt követően a hiánycél 2023-ban 3,9 százalék, míg 2024-ben a benyújtott törvényjavaslatnak megfelelően 2,9 százalékra emelkedett a korábban tervezett 2,5 százalékról. A céloknak megfelelő hiánypálya elérését támogatja az energiaárak csökkenése, míg 2024-ben a költségvetési törvényjavaslattal párhuzamosan bejelentett költségvetési intézkedések az extraprofit adók részleges fenntartásával, valamint adóemelésekkel és kiadáscsökkentéssel segítik a költségvetési egyenleg mérséklődését. A GDP-arányos államadósság a 2022-es 73,3 százalékról a gazdasági növekedésnek és a hiány mérséklődésének köszönhetően 2023 végére 70 százalék alá csökken, majd az előrejelzési horizont végére 65 százalék alá süllyed.

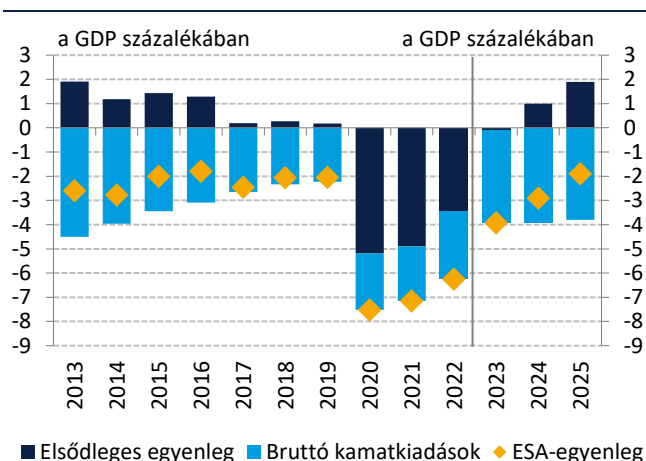
5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

	2022	2023	2024	2025
ESA-egyenleg	-6,2	-3,9	-2,9	-1,9
Elsődleges ESA-egyenleg	-3,4	-0,1	1,0	1,9
Bruttó kamatkidadások	2,8	3,8	3,9	3,8

Megjegyzés: A GDP százalékában.

Forrás: KSH, MNB

5-10. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása



Forrás: KSH, MNB

5.3.1. A főbb egyenlegmutatók

A kormányzati szektor GDP-arányos eredményszámlájának hiánycélja 2023-ban 3,9 százalék, míg 2024-ben 2,9 százalék. 2022-ben a költségvetés ESA-hiánya 6,2 százalékot tett ki, amit 2023-ban 3,9 százalékos deficit követhet a költségvetési hiánycél alapján (5-2. táblázat). A benyújtott 2024. évi költségvetési törvényjavaslatban a GDP 2,9 százalékát teszi ki a költségvetési hiány, ami teljesíti a jövő évtől ismét élesedő maastrichti kritériumot. A hiány csökkenését segíti az energiaárak jelentős mérséklődése, valamint 2024-ben a törvény készítésével párhuzamosan bejelentett új intézkedések. 2025-ben a hiány tovább csökkenhet a megelőző évekhez képest, és elérheti az 1,9 százalékos GDP-arányos szintet, aminek teljesítéséhez közel 2 százalékos elsődleges többletet szükséges elérni (5-10 ábra).

5.3.2. A 2023. évi egyenleg

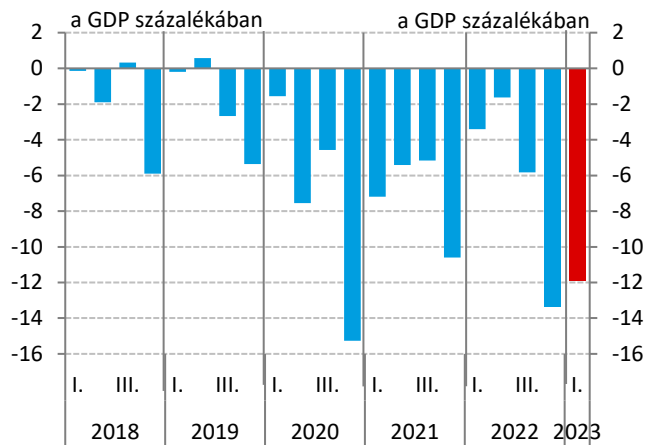
2023-ban a költségvetési hiány a márciusban elfogadott költségvetési törvénymódosítás alapján a GDP 3,9 százaléka lehet. Az MNB által közölt előzetes pénzügyi számla államháztartási adatai alapján az első negyedéves eredményszámlájú hiány a GDP mintegy 12 százalékát tette ki (5-11. ábra). Az eredményszámlájú éves hiánycél 66 százaléka teljesült az első negyedévben. Ehhez jelentősen hozzájárultak a megnövekedett energiaköltségek fedezésére kifizetett kiadások, amelyek mintegy 800 milliárd forintot tettek ki.

A költségvetési hiány előző évekhez viszonyított csökkenését támogatja az energiaárak érdemi mérséklődése, ugyanakkor nehezíti az adóbevételek korábbi dinamikus növekedésének lassulása (5-12. ábra) és az állami kamatkidadások magas infláció miatti emelkedése. A kamatkidadások 2023-ban 1 százalékponttal, 3,8 százalékra emelkednek az előző évi 2,8 százalékos szintről.

5.3.3. A 2024. és 2025. évi egyenleg

A 2024. évi költségvetési törvényjavaslat szerint a költségvetési hiánycél a GDP 2,9 százalékára mérséklődik 2024-ben. Elsősorban a költségvetési törvényjavaslattal összhangban bejelentett bevételi és kiadási intézkedések,

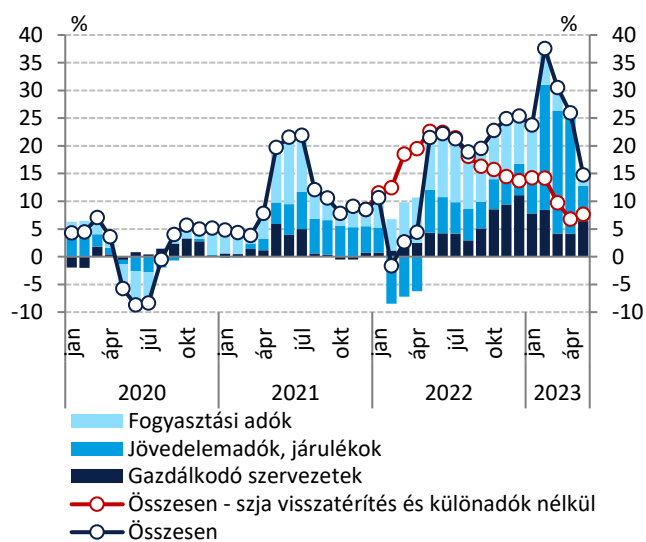
5-11. ábra: A kormányzati szektor eredményszemléletű egyenlege



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

Forrás: KSH, MNB

5-12. ábra: Az adó- és járulékbételek előző év azonos hónapjához viszonyított alakulásának 3 havi mozgóátlaga 2020-2023-as időszakban



Forrás: MÁK, MNB

másrészt a magyar gazdaság növekedéséből származó többlet adóbevételek és az energiaárak mérséklődéséből adódó kiadáscsökkenés segítik a költségvetési hiány mérséklődését.

A 2024. évi költségvetési törvényjavaslat alapján az eredetileg 2022-ben bevezetett extraprofit adók nagyobb részben fennmaradnak 2024-ben is. Az extraprofitra kivetett adóterhek közül több (kiskereskedelmi adó, biztosítási adó, energiaellátók jövedelemadója, távközlési adó, légitársaságok hozzájárulása) teljes mértékben megmarad, illetve a kiskereskedelmi adó felső kulcsa 4,1-ről 4,5 százalékra emelkedik. A többi extraprofit adó, így az Ural-Brent olajárfolyam-különbözetre kivetett különadó, a gyógyszergyártói adó, valamint a bányajáradék és a bankadó extraprofitot érintő része csak részlegesen maradnak fenn. Szintén új adóintézkedés az üzemanyagok jövedéki adójának uniós minimum szinttel összhangban történő emelése, valamint többek között a lekötött banki betétekre is kivetésre kerül a 13 százalékos szociális hozzájárulási adó (az eddig is fizetendő 15 százalékos személyi jövedelemadó mellett). A kormányzati hiánycél elérését a tervezett kiadáscsökkentés, valamint az energiaárak csökkenése is támogatja.

Rendelkezésre álló költségvetési törvény hiányában 2025-re technikai előrejelzést készítünk, amely szerint a várt makrogazdasági pálya és a becslés alapján a kockázatok mérséklődése mellett a hiány tovább csökken.

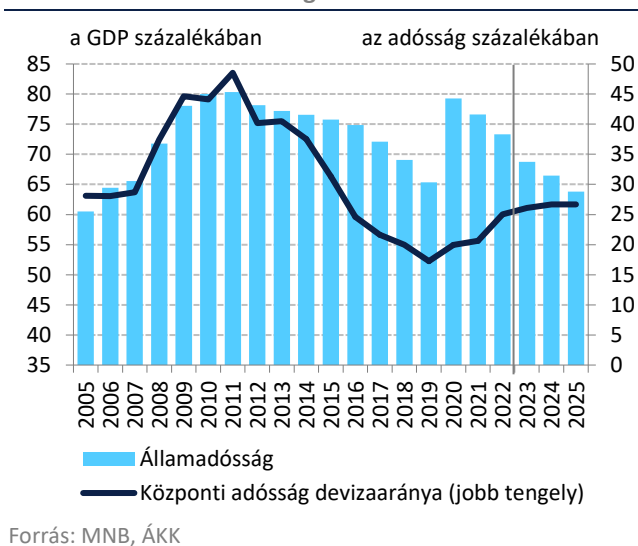
5.3.4. Az alappályát övező kockázatok

A költségvetési hiánycél elérését 2023-ban és 2024-ben is kockázatok övezik. A bevételi oldalon a legnagyobb kockázatot a gazdasági növekedés lassulásával párhuzamosan mérséklődő adóbevételei dinamika jelenti.

A költségvetési egyenlegre továbbra is jelentős hatása van az energiaárak alakulásának, azonban az árcsökkenés jelenleg pozitív kockázatot hordoz. A tavalyi szintnél jelentősen alacsonyabb világpiaci árak és az új szabályok alkalmazása mellett is számottevő költségvetési kiadást jelent az energiaszámla. Ez azonban évről-évre jelentősen csökken, amennyiben a világpiaci árak a jelenlegi szinten maradnak, vagy mérséklődnek.

A 2024. évi költségvetési törvény tervezete nem számol az MNB veszteségtérítésével. A jegybanki tevékenység – a válságkezelés során végrehajtott gazdaságösztonzés, majd az infláció leztorítása érdekében szükséges intézkedéssorozat – a nemzetgazdaság egészére fejti ki kedvező hatását, míg a költségei a jegybanki eredményben tükröződnek. Az idei évi várható veszteséggel együtt az MNB

5-13. ábra: Az államadósság várható alakulása



Forrás: MNB, ÁKK

saját tőkéje negatívba fordul 2023 végére, így a költségvetésnek 2024-től 5 évre elosztott térítési kötelezettsége keletkezik. A 2023. évi várható veszteség megtérítésével kapcsolatos 2024. évi költségvetési kiadás jelenleg hatályos törvények szerint elérheti a GDP 0,4 - 0,5 százalékát, amelynek pontos értékét ugyanakkor jelentősen befolyásolják mind a hazai gazdaság, mind a nemzetközi környezet változásai.

Az EU-támogatásokat övező kockázatok továbbra is fennállnak, mert a támogatások beérkezéséig az új ciklushoz kapcsolódó kiadásokat a költségvetés megelőlegezi a kedvezményezetteknek. A támogatások megelőlegezése és beérkezése az államadósság alakulását, míg a végrehajtásának ütemezése az eredményszemléletű egyenleget és a reálgazdasági folyamatokat befolyásolja.

5.3.5. Az adósságpálya várható alakulása

Az előzetes adatok alapján 2023. első negyedévének végén a GDP-arányos bruttó államadósság 73,3 százalék volt. Az adósságráta így megegyezett a 2022. év végi értékével, míg az előző év azonos időszakához képest 3,6 százalékponttal mérséklődött. Az év első negyedévében a magas pénzforgalmi hiány és az ezzel összefüggő magasabb nettó állampapír-kibocsátás államadósságot növelő hatását a nominális GDP-növekedés ellensúlyozta.

Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos bruttó államadósság 2023. év végére 68,7 százalékra csökken. Az államadósságráta csökkenését a deficit mérséklődése, valamint a nominális GDP növekedése támogatja. Ezt követően prognózisunk szerint az államadósság-ráta értéke az előrejelzési horizonton évente átlagosan közel 2,5 százalékponttal tovább csökkenhet, így 2025 végére 64 százalék alá mérséklődhet (5.-13 ábra).

A forint-euro árfolyam változása a devizaadósság ártértékelődésén keresztül hatást gyakorol az adósságrátára. Ez a hatás annál kisebb, minél alacsonyabb az államadósságon belüli devizaadósság aránya. Jelenleg a forint euro árfolyam 10 forintnyi változása mintegy 0,5 százalékponttal módosítja a GDP-arányos államadósságot. 2023-ban a jelentős devizakibocsátás következtében tovább emelkedhet a központi adósság devizaaránya, míg 2025-re megállhat a növekedés.

5-2. keretes írás: A 2024-es költségvetési intézkedések hatásai

2023. május 30-án benyújtásra került a 2024. évi költségvetési törvényjavaslat, majd június elején a kapcsolódó adótörvények is, amelyek számos új intézkedést tartalmaznak. Az intézkedések közül a legnagyobb költségvetési hatása az extraprofit adók részleges fennmaradásának lehet, míg további bevételnövekedést jelentenek a jövedéki adóbevételek emelkedését eredményező döntések. **A 2024. évi intézkedések az éves inflációs rátát összességében 0,7 – 1,0 százalékponttal emelhetik.**

A bevételek mintegy 1000 milliárd forinttal alakulhatnak magasabban az intézkedések hatására. A többlet nagyobb része, hozzávetőleg 800 milliárd forint az extraprofit adókhoz köthető, ugyanis azok az eredeti tervekkel ellentétben 2024-ben alapvetően nem kerülnek kivezetésre. Az extraprofitra kivetett adóterhek közül több (kiskereskedelmi adó, biztosítási adó, energiaellátók jövedelemadója, távközlési adó, légitársaságok hozzájárulása) teljes mértékben megmarad, sőt a kiskereskedelmi adó felső kulcsa 4,1-ről 4,5 százalékra emelkedik. A többi extraprofit adó, így az Ural-Brent olajárfolyam-különbözetre kivetett különadó, a gyógyszergyártói adó, valamint a bányajáradék és a bankadó extraprofitot érintő része részlegesen kivezetésre kerül. **Az adóintézkedések fenntartása lassíthatja, illetve megakadályozhatja a vállalati árretek jelenlegi magasabb szintről történő mérséklődését, ezzel 0,2 – 0,4 százalékponttal lassítva a dezinfláció ütemét.** Ezen belül a kiskereskedelmi adó kulcsának emelése becslésünk szerint 0,1 – 0,2 százalékponttal emeli a jövő évi éves árindexet.

Az egyéb bevételi intézkedések következtében további több mint 200 milliárd forint többletbevételt realizálhat az államháztartás. Az üzemanyagok jövedéki adójának uniós minimum szinttel összhangban történő emelése következtében mintegy 190 milliárd forinttal emelkedik az adóbevétel, és **az adóemelés a 2024-es éves inflációt 0,5 – 0,6 százalékponttal növelheti.** Az eddig is fizetendő 15 százalékos személyi jövedelemadó mellett 13 százalékos szociális hozzájárulási adó kerül kivetésre az szja-törvény szerinti kamatjövedelemre az ingatlanalap befektetési jegyből származó kamatjövedelem kivételével, így a megtakarítási formák között az állampapírok versenyképessége tovább növekedhet.

5-3. táblázat: A 2024. évi költségvetés intézkedései (milliárd forint)

Intézkedés	Összeg (mrd Ft)
BEVÉTELEK	1 010
Extraprofit adók	800
Bankok extraprofit-adója	130
Biztosítók extraprofit-adója	90
Energia ágazatot terhelő adók	370
Kiskereskedelmi különadó (többlet)	100
Gyógyszeripar	80
Telekommunikáció	30
Egyéb adóintézkedések	210
Jövedéki adó emelése (üzemanyag EU-s szinttel összhangban)	190

Forrás: 2024. évi költségvetési törvény, MNB előrejelzés

Az adóemelést tartalmazó intézkedések előzetes becslésünk szerint összesen 0,7 – 1,0 százalékponttal növelik a 2024. évi inflációt. Az inflációt növeli az extraprofit adók teljes összegű vagy részleges fenntartása, és a kiskereskedelmi adó felső kulcsának emelése, valamint az üzemanyag jövedéki adó emelése.

5-4. táblázat: A 2024. évi költségvetés intézkedéseinek inflációs hatása

Költségvetési intézkedések	Költségvetési hatás (milliárd forint)	Közvetlen inflációs hatás (százalékpont)	Áthárított inflációs hatás (százalékpont)	Teljes inflációs hatás (százalékpont)
Extraprofit adók fenntartása *	700		+ 0,1 - 0,2	+ 0,1 - 0,2
Kiskereskedelmi különadó emelése	100		+ 0,1 - 0,2	+ 0,1 - 0,2
Jövedéki adó emelése	190	+ 0,5 - 0,6		+ 0,5 - 0,6
Összesen	990	+ 0,5 - 0,6	+ 0,2 - 0,4	+ 0,7 – 1,0

Megjegyzés: *Figyelembe vett intézkedések: a bankok extraprofit adója, a biztosítók extraprofit adója, az Ural-Brent különadóját, energiaellátók jövedelemadójának emelése, energiaellátók jövedelemadójának kiterjesztése, KÁT/METÁR különadó, kiegyenlítő erőművek különadója, bányajáradék, telekommunikációs ágazati különadó, közműadó csökkentése, gyógyszergyártói hozzájárulás emelése, gyógyszergyártók különadója.

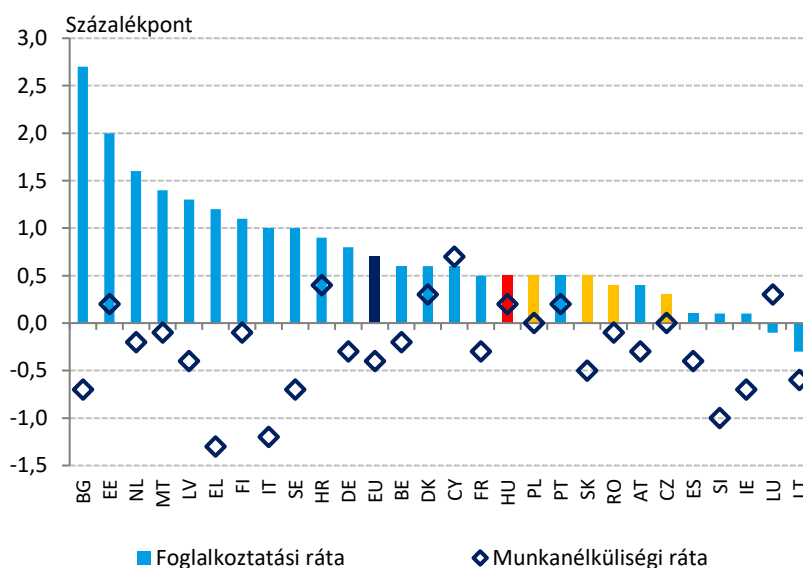
Forrás: 2024. évi költségvetési törvény, MNB előrejelzés

6. Kiemelt témák

6.1. Miért váltak el a munkaerőpiaci és a reálgazdasági folyamatok?

A konjunktúra lassulásával szemben az európai és a hazai munkaerőpiac továbbra is ellenállóan bizonyul, a foglalkoztatás historikusan magas. A gazdasági visszaesés ellenére az Európai Unióban Luxemburgot és Litvániát leszámítva minden országban emelkedett a foglalkoztatási ráta 2022 végére. Az emelkedés átlagos mértéke 0,7 százalékpont az orosz-ukrán háborút megelőző időszakhoz képest (6-1. ábra). Az Unió egészében és az országok többségében csökkent a munkanélküliségi ráta is, átlagosan 0,4 százalékponttal. A foglalkoztatási ráta a legtöbb országban nagyobb mértékben nőtt, mint amit a munkanélküliségi ráta csökkenése önmagában magyarázna. Ez annak a következménye, hogy többen váltak inaktívból aktívvá a munkapiacra.

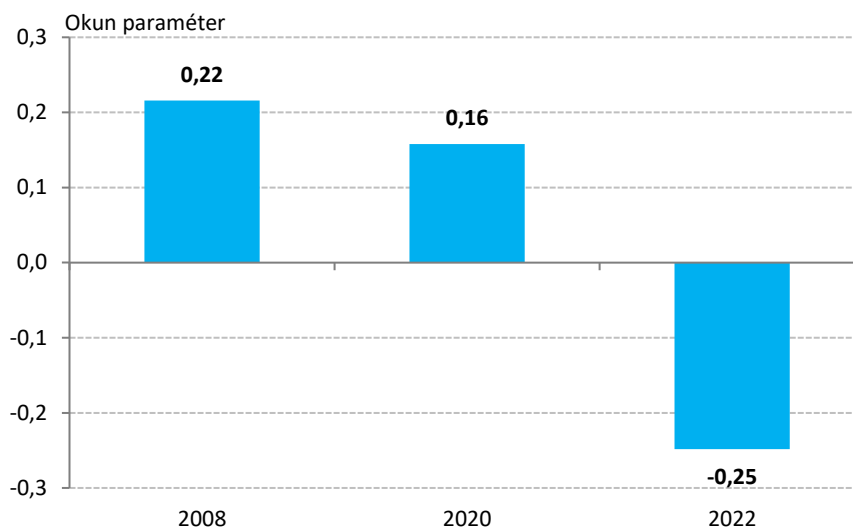
6-1. ábra: A foglalkoztatási és a munkanélküliségi ráta változása 2021 utolsó negyedévé és 2022 utolsó negyedévé között



Forrás: Eurostat

A GDP lassulása ellenére a hazai foglalkoztatás növekedett az elmúlt negyedévekben, azaz megváltozott a GDP és a foglalkoztatás közötti kapcsolat előjele (6-2. ábra). Az elmúlt válságok tapasztalatai azt mutatták, hogy a GDP csökkenése után némi késleltetéssel a foglalkoztatás azonos irányú változása (azaz mérséklődése) következik be. A kapcsolat erősségét az ún. Okun paraméter érzékelteti, amely szerint Magyarországon a múltban a GDP egységnyi csökkenése nagyjából a foglalkoztatás 0,2 százalékos mérséklődésével járt együtt. Ezzel szemben a 2022 harmadik negyedévében elkezdődő technikai recesszió során a foglalkoztatás hazánkban nem csökkent, hanem azóta a szezonálisan igazított adatok alapján közel 20 ezer fővel még emelkedett is. Így az Okun paraméter előjele megváltozott, negatívvá vált (-0,25 százalék). Az alábbiakban e nagy jelentőségű változás okait járjuk körbe.

6-2. ábra: A foglalkoztatottság változása egységnyi GDP-változás esetén Magyarországon

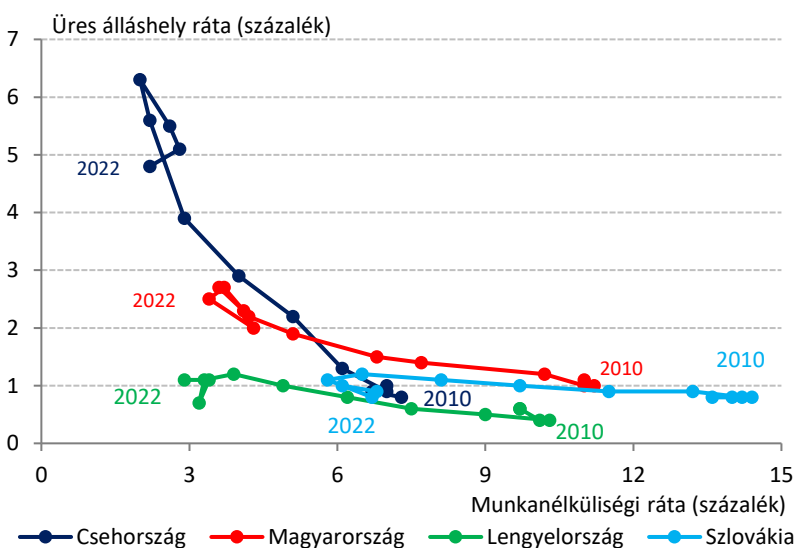


Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján. A gazdasági visszaesés első három negyedévében számított érték.

Forrás: KSH alapján MNB

A kínálathoz képest erős munkakereslet feszes munkapiacot eredményez a régió valamennyi országában (6-3. ábra). Az üres álláshelyek aránya továbbra is magas a régióban, és ezen belül főleg Csehország és Magyarország esetén élénk a vállalatok munkaerőkereslete. A munkanélküliségi ráta a térség összes országában újra megközelítette a járvány előtti szintet, Lengyelországban már alacsonyabb is, mint 2019-ben. A feszes munkaerőpiac javítja a munkavállalók relatív alkupozícióját, másfelől a munkahelyüket elvesztőket gyorsan „felszívják” a sok betöltetlen álláshellyel rendelkező vállalatok.

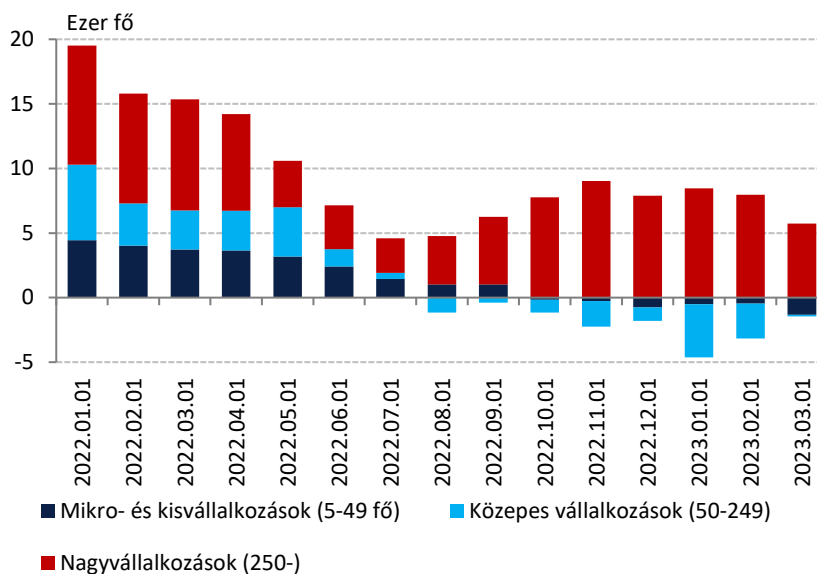
6-3. ábra: A Beveridge-görbe alakulása a V4 országokban (2010-2022)



Forrás: Eurostat, KSH

Bár a makrogazdasági munkakereslet továbbra is jelentős, különböző ágazatokban, vállalati méretkategóriákban eltérő reakciókat figyelhetünk meg. A létszámbeli átrendeződés inkább a nagyvállalatok javára történik. A rekordmagas bruttó működési eredmény mellett működő feldolgozóiparban a tavalyi év első felében a foglalkoztatás bővülése megoszlott a kis-, a közepes és a nagyvállalkozások között, azonban az év második felére ez megváltozott, és míg a nagyvállalatoknál továbbra is bővült a foglalkoztatás, a KKV szektor esetén már csökkenés volt megfigyelhető (6-4. ábra).

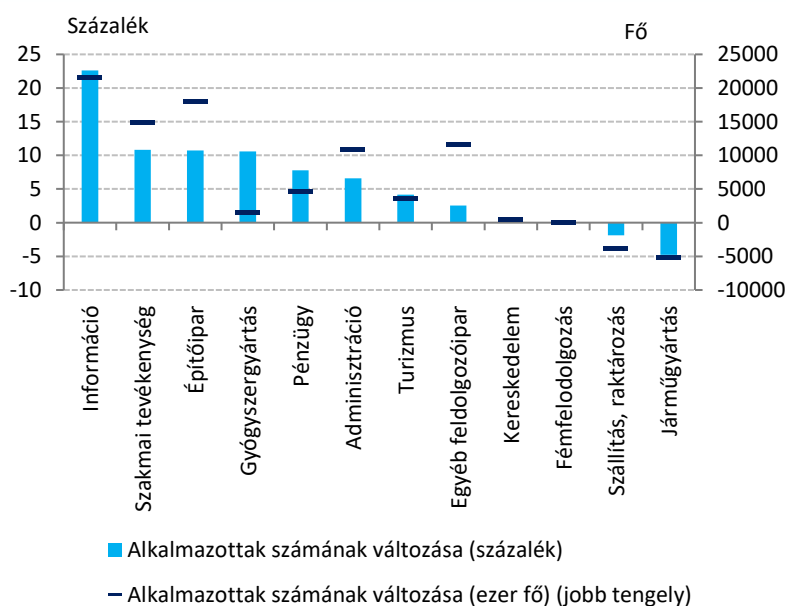
6-4. ábra: A létszám éves változása a feldolgozóiparban vállalati létszámkategóriák szerint



Forrás: KSH.

Az ágazati áttrendeződés legnagyobb nyertesei továbbra is elsősorban a piaci szolgáltatások (6-5. ábra). A piaci szolgáltató szektor egészében 4,3 százalékkal (54 ezer fő) több munkavállalót alkalmaznak, mint 2019 utolsó negyedében. A feldolgozóipar is bővülni tudott ebben az időszakban, azonban mindössze 1,2 százalékkal (8 ezer fővel). Az alkalmazotti létszám növekedési dinamikája az építőiparban 10,7 százalék (18 ezer fő) volt, ami még a piaci szolgáltató szektorét is meghaladta, azonban a csoport jóval kisebb létszáma miatt a bővülés abszolút mértéke nagyobb volt szolgáltató szektor esetén. A piaci szolgáltatásokon belül a legjelentősebb növekedést az információ és kommunikáció (22,6 százalék), a szakmai-, tudományos és műszaki tevékenység (10,8 százalék), valamint a pénzügyi (7,8 százalék) szektorok érték el. A feldolgozóiparból a gyógyszergyártást (10,6 százalék) érdemes kiemelni, ahol dinamikus volt a bővülés, míg a legnagyobb súlyú járműgyártásban csökkent az alkalmazottak száma (-4,8 százalék).

6-5. ábra: Az alkalmazottak számának változása a kiemelt nemzetgazdasági ágakban 2019 negyedik negyedéve óta



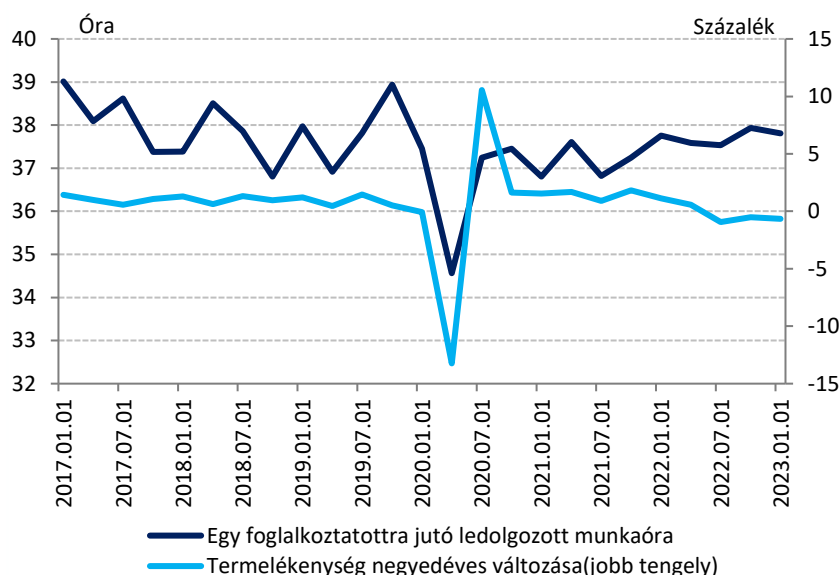
Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok, Intézményi Munkaügyi Statisztika alapján.

Forrás: KSH alapján MNB

A munkapiaci ciklus és a reálgazdasági teljesítmény szétválásának három lehetséges okát fejtjük ki az alábbiakban. Először a munkaerő-felhalmozás jelenségét mutatjuk be, amit a romló demográfia hatásának, és végül a magas vállalati profitok foglalkoztatásra gyakorolt ráhatásának vizsgálata követ.

A munkaadók a nehezen és lassan betölthető álláshelyek nyújtotta kihívásra válaszul a munkaerő-felhalmozás (labour hoarding) eszközével élhetnek, ami a szükségesnél nagyobb munkaerő-állomány megtartását jelenti a gazdasági visszaesés ellenére. A munkaerő-felhalmozás hiába vezet rövid távon a termelékenység csökkenéséhez, a jelenség hátterében az áll, hogy amennyiben a gazdaság újra fellendülő szakaszba érkezik, az ezt alkalmazó vállalatok kedvezőbb helyzetben lehetnek versenytársaikkal szemben, ugyanis nekik nem kell a munkaerő-toborzásba annyi erőforrást fektetni, amely különösen nagy kihívást jelent egy feszes munkaerőpiaci környezetben. A folyamat annál erősebb lehet, minél inkább átmenetinek gondolják a munkáltatók a kedvezőtlen gazdasági helyzetet, vagy minél feszesebbnek látják a jövőbeni munkapiacot. A labour hoarding nem egyszerűen beazonosítható jelenség, két fontos jele azonban az átlagosan ledolgozott munkaórák számának és a termelékenységnek a csökkenése lehet. Az átlagosan ledolgozott munkaórák száma az idei év első negyedévében már enyhén csökkent, bár drasztikus változásról még nem lehet beszélni. Ezzel szemben a termelékenység csökkent az elmúlt három negyedévben, ami azt jelzi, hogy a vállalkozások továbbra is ragaszkodnak munkavállalóikhoz, bízva a közelgő trendfordulóban (6-6. ábra). Ez a termelékenység-csökkenés azonban nem strukturális, hanem ciklikus jelenség, mivel a „gyárkapun belül” maradtak a vállalatok termelési kapacitásai. A makrogazdasági kereslet fordulata esetén viszont gyorsan mobilizálható a termelési kapacitás.

6-6. ábra: Az egy foglalkoztatottra jutó ledolgozott munkaórák és a termelékenység alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

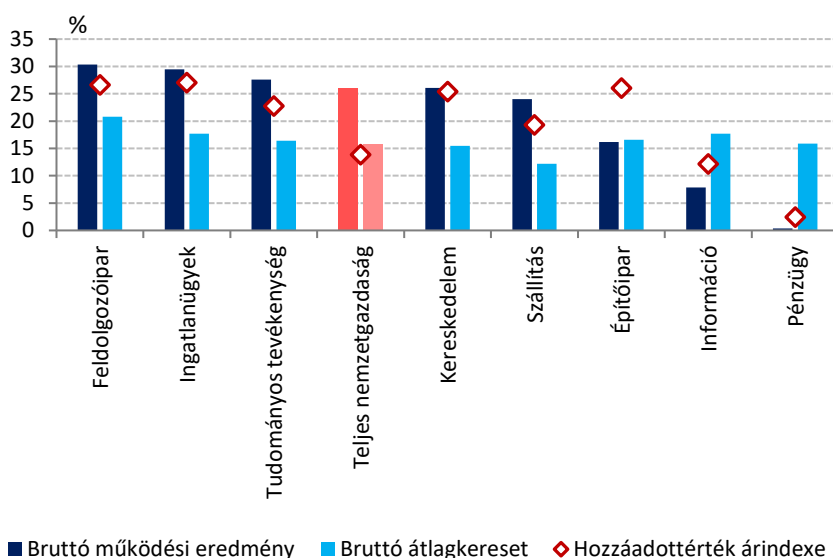
Forrás: KSH, MNB

A folyamatot erősítheti a kedvezőtlen demográfiai trend is. Hosszú távon a feszesség tovább emelkedhet a régió egészében, ahogy a demográfia, mint korlátozó tényező egyre nagyobb mértékben nehezíti a toborzást. A munkaképes korú (15-74 éves) népesség csökkenésének üteme fokozatosan gyorsulni fog, Magyarországon például a mostani évi nagyjából 40 ezer főről az évtized végére akár évi 70 ezer főre. A népességcsökkenés a régió egyes országait még érzékenyebben érintheti.

A munkapiaci folyamatok megértéséhez a jelenlegi környezetben nem csak a reálfolyamatok, hanem a vállalatoknál képződő nominális profitok nagysága is közelebb visz. A vállalati profitok elmúlt időszakban regisztrált nagymértékű emelkedése nem indokolja az elbocsátásokat a gyenge reálnövekedés ellenére sem. Számos ágazatban a költségnövekedést meghaladó mértékben nőttek az árak, ami a bruttó működési eredmény javulását eredményezte (6-7. ábra). A vállalati szektor és az egyéni vállalkozások a költségeik növekedését meghaladó áremelést érvényesítettek, ami összességében jelentős mértékben emelte ezen szektorok profitját. A legjelentősebben a feldolgozóiparban nőtt a bruttó működési eredmény, 2022 harmadik negyedévében 43,8, a negyedik negyedévében 52,7 százalékkal éves bázison,

és 2023 első negyedében 30,4 százalékkal (azonban fontos megjegyezni, hogy ebben az ágazatban növekedett legnagyobb mértékben a hozzáadott érték árindexe). A feldolgozóipar mellett az ingatlanügyletek ágazatban bővült kiemelkedő mértékben a bruttó működési eredmény, azonban a feldolgozóiparhoz hasonlóan a béremelkedés mértéke itt sem közelítette meg a profitok növekedésének ütemét. A magas profitokkal szemben az infláció emelkedése következtében a reálbérek 2022 szeptemberétől csökkennek éves alapon. 2022-ben a bérek átlagosan 15,7 százalékkal emelkedtek a versenyszférában a 14,5 százalékos inflációval szemben, de az év utolsó harmadában már negatív volt a reálbér-dinamika. A reálbér-költségek csökkenése következtében egyre olcsóbbá válik a munka a vállalatok termékeihez és nyújtott szolgáltatásaihoz képest. Egy ilyen helyzetben a vállalat rövid távon nincs rákényszerítve a munkapiaci alkalmazkodásra. Hosszabb távon azonban ennek a tendenciának a fennmaradása tartósan erodálja a reálbéreket, ami a belső keresleten keresztül közép- és hosszú távon csökkenti a vállalatok belső piacát. A profitinfláció ezért csak rövid távon képes enyhíteni a vállalatok és a munkapiac alkalmazkodási kényszerét, hosszú távon a folyamat fennmaradása jelentős reálgazdasági áldozatokkal jár.

6-7. ábra: A bruttó működési eredmény, az átlagkeresetek és az ágazati hozzáadottérték-árindexek éves dinamikája 2023 első negyedében nemzetgazdasági ágak szerint



Megjegyzés: A nemzetgazdaság esetén a rendvédelmi dolgozók rendkívüli hathavi juttatásától megtisztított keresetek szerepelnek.

Forrás: KSH, MNB

Összességében megállapítható, hogy a munkaerőpiac válságállósága egész Európában megfigyelhető jelenség, és több lehetséges okra vezethető vissza, melyek közül három kiemelten fontos a munkaerő-felhalmozás jelensége, a romló demográfiai mutatók, és a növekvő vállalati profitok. A három vizsgált tényező alapvetően csak átmenetileg tarthatja magasan a foglalkoztatást. A magas vállalati profitokat érdemes külön kiemelni ugyanis, ez a jelenség rövid távon hozhat látszateredményeket, azonban az egyensúlyok megbomlása, valamint a csökkenő reálbérek és fogyasztás miatt hosszú távon akár tartós munkaerőpiaci és növekedési veszteségekhez vezethet.

6.2. Egyre jobban beérnek a monetáris politika dezinflációs hatásai

Elemzésünkben áttekintjük, hogy a Magyar Nemzeti Bank 2021-ben indított monetáris szigorítási ciklusa hogyan fejtette ki dezinflációs hatását a monetáris transzmisszió különböző csatornáin keresztül.

2017 és 2020 között a Magyar Nemzeti Bank sikeresen elérte és fenntartotta az árstabilitást. Ebben az időszakban az infláció 48 hónapból 44-ben a jegybanki toleranciasávon belül alakult, és átlagosan éppen 3 százalék volt, azaz megegyezett az MNB inflációs céljával.

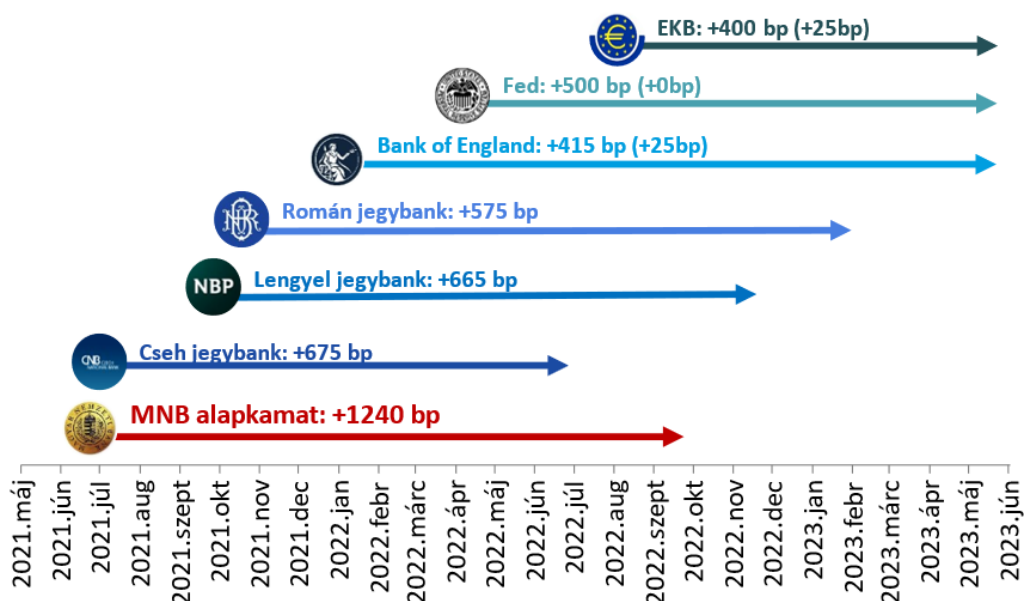
2021-ben viszont elsősorban külső hatások következtében az infláció emelkedni kezdett. A koronavírus-járványt követő globális gazdasági újraindítás az ellátási láncok töredezettsége és a gyorsan helyreálló kereslet miatt az energia- és nyersanyagárak számottevő emelkedésével járt. 2022. februárban kitört az orosz-ukrán háború, ami az energiahordozók és nyersanyagok árát tovább emelte, miközben a globális élelmiszerárak is jelentős mértékben növekedtek. Magyarországon a sikeres válságkezelés gyors gazdasági helyreállást eredményezett a koronavírus-járvány után. Az erősödő hazai kereslet 2022 második feléig az infláció emelkedéséhez csak kis részben járult hozzá, az MNB becslései szerint a belső tényezők szerepe ebben az időszakban a fogyasztóiár-index alakulásában 20 százalék körül volt, míg a változások 80 százalékát külső tényezők magyarázták. Ezt követően a belső tényezők szerepe fokozatosan emelkedett és meghatározóvá vált.

Az MNB kiemelt figyelemmel követte az erősödő inflációs kockázatokat, amelyekre reagálva a Monetáris Tanács 2021 júniusában kamatemelési ciklust indított az árstabilitás biztosítása és az inflációs várakozások horgonyzása érdekében. Ezáltal az MNB volt az Európai Unióban az első jegybank, amely a koronavírus-válságot követően megkezdte a monetáris kondíciók szigorítását.

Az Európai Unió jegybankjai közül az MNB hajtotta végre a monetáris kondíciók legnagyobb mértékű szigorítását. A jegybank 17 lépésben összesen 1240 bázisponttal emelte az alapkamatot, ami 2022. szeptemberre elérte a jelenlegi, 13 százalékos szintjét (6-8. ábra). Emellett a jegybank 2022. október 14-én célzott, egynapos eszközöket vezetett be a pénzügyi piaci stabilitás megőrzése érdekében. A bevezetéskor 18 százalékos kamatozású egynapos betéti gyorstender, valamint az egynapos devizacsere ügylet napi rendszerességgel történő alkalmazása hatékonyan stabilizálta a pénzügyi piacokat. **A kamatok emelése mellett a jegybank számos intézkedéssel erősítette a monetáris transzmissziót annak érdekében, hogy a kamatlépések minden releváns pénzügyi piacon minél hatékonyabban kifejtsék hatásukat.**

A monetáris politikai lépések jellemzően másfél-két éves horizonton fejtik ki a hatásukat. Magyarországon az időben és határozott lépésekkel, több eszközzel megindított monetáris szigorítás hatása mára már a transzmissziós csatornák széles körében érződik. Ennek megfelelően a fogyasztóiár-index az MNB 2021 közepi első szigorítási lépését követően 18 hónappal, 2023 januárjában elérte a tetőpontját, és csökkenő pályára került.

6-8. ábra: A vezető és régiós jegybankok kamatemelési ciklusa

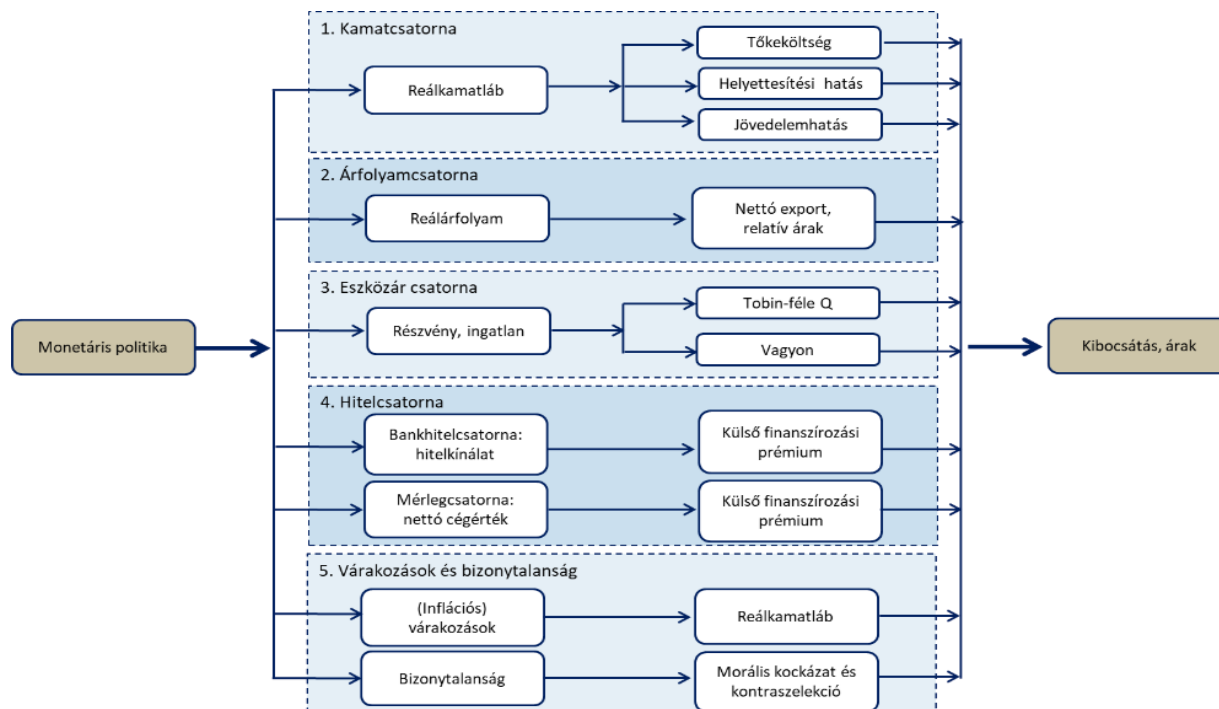


Megjegyzés: Zárójelben az utolsó meglépett kamatemelés mértéke szerepel azon jegybankok esetén, amelyeknél a kamatemelési ciklus még nem zárult le.

Forrás: Bloomberg

Elemzésünkben áttekintjük a fő transzmissziós csatornákat és bemutatjuk, hogy az egyes esetekben hogyan jelentkezett a dezinflációs hatás. A hatásmechanizmust a monetáris transzmisszió öt fő csatornáján, azaz az árfolyamcsatornán, a hitelcsatornán, az eszközár-csatornán, a kamatcsatornán, valamint a várakozási csatornán keresztül vizsgáljuk (6-9 ábra). Az árfolyamcsatorna azt a hatást írja le, amikor a kamatlépés hatására a hazai valuta relatív ára megváltozik, és ez a nemzetközi beágyazottság miatt áru- és pénzügyi igazodásokkal jár a hazai gazdaságban. A monetáris politika hitelkeresletre és -kínálatra gyakorolt hatását a hitelcsatorna ragadja meg. A befektetésre alkalmas eszközök széles körének árfolyamát befolyásolja a jegybanki kamatok alakulása, ezek inflációra gyakorolt hatását az eszközár csatorna írja le. A kamatcsatorna az a mechanizmus, ahogy a jegybanki irányadó kamat begyűrűzik a pénzügyi és banki kamatokba, valamint ezeken keresztül befolyásolja a fogyasztási és beruházási döntéseket. A várakozási csatorna szintén fontos eleme a monetáris transzmissziós mechanizmusnak, mivel egyrészt szerepet játszik a többi csatorna működésében is, valamint a várakozások horgonyozása az árstabilitás megteremtésének egyik kulcsfeltétele.

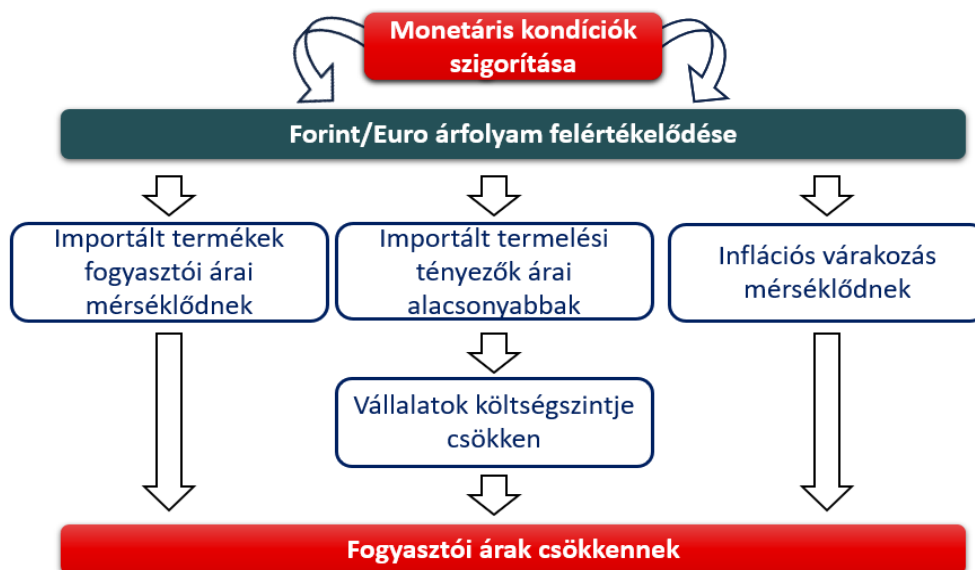
6-9. ábra: A transzmissziós mechanizmus sematikus ábrája



Forrás: Felcser és szerzőtársai (2015: 42) alapján

Kis nyitott gazdaságban az árfolyamszatorna hatása az egyik leginkább meghatározó. A forint erősebb szinten stabilizálódott az utóbbi időszakban, 2022. október közepe óta közel 15 százalékkal értékelődött fel az euróval szemben, de éves bázison is mintegy 5-10 százalékos erősödést mutat. A felértékelődésben kulcsszerepet játszott az MNB monetáris szigorítási ciklusa, aminek eredményeképp a hazai pénzügyi kamatok a környező országoknál nagyobb mértékben emelkedtek, így a forint relatíve vonzóbbá vált a befektetők és megtakarítók számára. A hazai deviza erősödése csökkentette az inflációt, közvetlenül a behozott fogyasztási cikkek árának mérséklődésével, közvetett módon pedig az importált termelési tényezők árcsökkenésén keresztül (3-46. ábra). Az árfolyam felértékelődése az inflációs várakozásokat szintén mérsékelte, így hozzájárult azok horgonyzásához (6-10. ábra). **A forint erősödése tehát széleskörű dezinflációs hatást fejtett ki, ami jelenleg már megmutatkozik a tartós iparcikkek csökkenő árszintjében.**

6-10. ábra: Az árfolyamszatorna részletes hatásmechanizmusa



Forrás: MNB

Az MNB becslései szerint az árfolyamváltozás inflációba begyűrűző hatása (az ún. árfolyam pass-through) az elmúlt években körülbelül kétszer nagyobb mértékűre emelkedett és kétszer gyorsabbá vált a 2010-es évtizedhez képest, így a forint felértékelődése a korábbi időszakokhoz képest nagyobb mértékben támogatja a fogyasztóiár-index csökkenését. Jelenleg 1 százalékkal felértékeltőbb árfolyam körülbelül 0,3 százalékkal csökkenti a fogyasztói árakat egy év alatt. Korábban ez a hatás 0,1-0,2 százalék között alakult. A magasabb árfolyam begyűrűzéshez több tényező is hozzájárult, aminek fő oka, hogy az elmúlt időszakban általánosan magas inflációs környezetben működött a világ gazdasága, ahol a vállalatok könnyebben hárították át a költségeiket, így az árfolyamemelkedést hamarabb és nagyobb mértékben érvényesítették az áraikban, mint korábban. Az általánosan magas infláció következtében emelkedő várakozások is hozzájárulhattak az árfolyam fogyasztói árakra kifejtett hatásához.

A pénzügyi piaci stabilitás biztosítását célzó jegybanki intézkedések elmaradása esetén az árfolyam tartósan és jelentősen gyengébb pályán alakult volna. Az elmúlt évtizedhez képest erősebb árfolyam pass-through következtében egy elmaradó kamatemelési ciklus során a gyengébb árfolyam az infláció még erőteljesebb emelkedését okozta volna, és annak tetőzése is elmaradt volna. Amennyiben a jegybanki lépések elmaradtak volna és az árfolyam a 2022. októberi átlagos szinten maradt volna, a 2023. éves átlagos infláció 2,5-3,0 százalékponttal alakulna magasabban, amellyel az év végére sem lenne elérhető az egyszámjegyű infláció. **A 2022. októberi folyamatok emellett rávilágítottak arra is, hogy az árfolyam számottevő leértékelődése nemlineáris folyamatokat is beindíthat a gazdaságban, ami a deviza elértéktelenedésével, a pénzügyi piaci stabilitás felborulásával és az infláció újabb emelkedésével járó ördögi körhöz vezethetett volna.**

Az európai hitelpiacokon általános lassulás látszódik, a hazai adatok pedig a régiós trendbe illeszkednek. A hitelpiac lassulása természetes jelenség egy olyan időszakban, amikor gazdasági dekonjunkció, magas infláció, fokozódó óvatosság és általános gazdasági bizonytalanság tapasztalható. **A hazai lakossági hitelállomány éves növekedési üteme 4,4 százalékot tett ki 2023. április végén, ami érdemi mérséklődés az előző év azonos időszaki 12,4 százalékhoz képest.** A legnagyobb mértékű visszaesés a lakáshiteleket érintette. 2023 áprilisában a hazai lakáshitel-kibocsátás 73 százalékkal múlta alul a tavalyi – a Zöld Otthon Program miatt magas bázist jelentő – szintet, miközben a V3 országok esetében 59 százalékos mérséklődés következett be, az Európai Unió egészében pedig 39 százalékos visszaesés volt megfigyelhető. A lakáshitelpiac fordulataiban a hitelköltségek emelkedése mellett egyéb tényezők (magas szinten tartózkodó infláció, bizonytalan gazdasági környezet) is kiemelt szerepet játszanak. Erre utal, hogy a lakáshitel-piac olyan országokban is jelentős mértékben visszaesett, ahol a hitelköltségek éves összehasonlításban csak 1–2 százalékponttal növekedtek (például Hollandiában és Németországban).

A vállalati hitelállomány növekedése az európai uniós folyamatokhoz hasonlóan alakul hazánkban is. 2023 áprilisában az éves vállalati hiteldinamika az EU-ban 4,1 százalékot, míg a visegrádi régió országaiban összességében 5,9 százalékot tett ki (Csehország 6,8 százalék, Lengyelország 4,3 százalék, Szlovákia 10 százalék). A hazai vállalati hitelállomány éves növekedési üteme 2023 áprilisában 12,9 százalék volt, ami nagyrészt egyedi nagyügyletek és állami hitelprogramok következménye, így jelentősen meghaladja mind az uniós, mind a visegrádi országok átlagos növekedési ütemét. 2023 első hónapjaiban a teljes vállalati hitelszerződéskötési volumen részben szintén egyes nagyügyleteknek köszönhetően alakult magasán. Ugyanakkor **az újonnan szerződött kkv-hitelek volumene, amely az alapfolyamatokat jobban megragadja, csökkent az előző év azonos időszakához képest. 2021 közepén a kkv hitelállomány éves növekedési üteme még 21 százalék volt, 2023 első negyedévének végén pedig 10 százalék.** A Baross Gábor Hitelprogram, és az új Széchenyi Kártyaprogram felfutásával párhuzamosan az első negyedévben csökkent a piaci hitelek részaránya.

Az MNB kamatemelési ciklusának dezinflációs hatása a befektetési eszközök áraiban is megmutatkozik. 2022 második felében megindult a lakáspiac korrekciója, amihez a magas inflációs környezet és a gazdasági kilátások bizonytalansága is hozzájárult. A 2014 óta tartósan emelkedő hazai lakásárak 2022 harmadik negyedévében 1,6 százalékkal csökkentek az előző negyedévhez képest, melyet a negyedik negyedévben országos átlagban 3,6 százalékos mérséklődés követett. A lakásárak csökkenése a kisebb településeken erőteljesebb volt. Előzetes, ingatlanközvetítői tranzakciókon számolt lakásárindexek alapján 2023 első negyedévéét szétartó folyamatok jellemezték: országosan 3,8 százalékkal emelkedhettek a lakásárak, míg Budapesten 1,0 százalékkal tovább csökkenhettek. A 2022 második félévében bekövetkezett lakáspiaci fordulatot a kereslet jelentős visszaesése kényszerítette ki, ami egyben Európa-szerte tapasztalt jelenség is volt a növekvő infláció és bizonytalan kilátások jellemezte gazdasági környezetben. A mérséklődő lakásárak, valamint a bérek nominális

növekedése, illetve a továbbra is feszes munkaerőpiac következtében összességében enyhült a lakásárak fundamentumokhoz viszonyított felülértékelttsége.

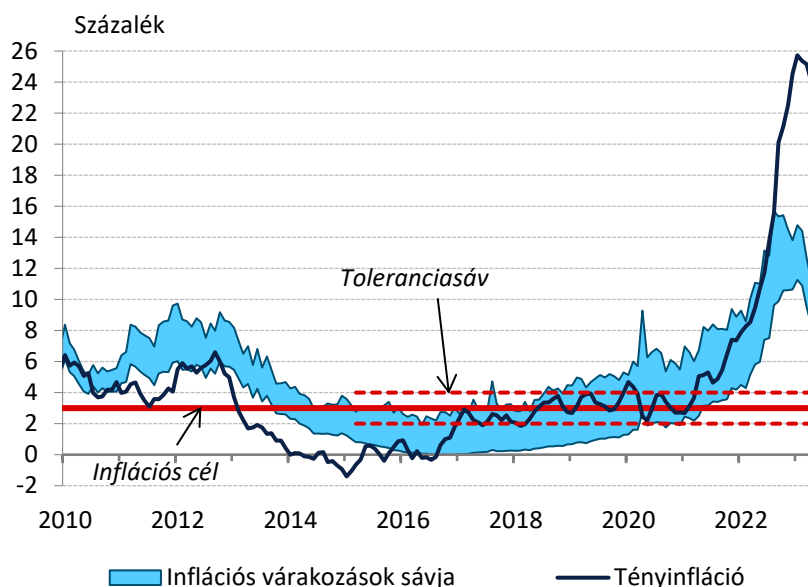
Az elmúlt időszakban a magas inflációs környezet visszafogta a belső keresletet. A magas infláció mérsékli a bérek vásárlóerejét, és erodálja a háztartások reál értelemben vett rendelkezésre álló jövedelmét. Az infláció idén januárban tetőzött és megkezdődött a dezinflációs folyamat, azonban az áremelkedés üteme továbbra is magas, így 2023-ban a fogyasztás várhatóan csökken éves összevetésben. Ugyanakkor a jegybanki szigorító lépések elmaradása esetén az infláció magasabban alakult volna, ami a fogyasztás még erőteljesebb csökkenését eredményezte volna.

Megindult a megtakarítások bővülése, amit elősegített az aktív monetáris politika által kialakított vonzó kamatkörnyezet és a pozitív előretekinthető reálkamat is. A háztartások megtakarítása 2023-ban ismét a GDP 5 százaléka fölé emelkedik. Az óvatossági motívumok erősödésével a lakosság a jövedelmének emelkedő arányát takarítja meg, amit emellett érdemben támogatnak a lakossági állampapírok kedvező kamatkondíciói. A magasabb megtakarítási ráta az előrejelzési horizont végéig fennmaradhat.

Az elmúlt években tapasztalt magas energia- és nyersanyagárak, valamint az ellátási láncokban bekövetkezett törések a fogyasztóiár-index általános emelkedését okozták világszerte. Az infláció gyorsulásával párhuzamosan megemelkedtek a lakosság inflációs várakozásai, azonban ezek mértéke érdemben elmaradt az inflációtól, köszönhetően az aktív hazai monetáris politikának (6-11. ábra). A tavalyi év végétől kezdődően, mikorra a jegybanki lépések egyre jobban elkezdtek érvényesülni a hatásukat, jelentősen csökkentek a lakosság inflációs várakozásai. Az MNB érdemben hozzájárult az inflációs várakozások horgonyzásához, amit jól jelez az is, hogy a várakozások érdemben elmaradtak a tényinfláció szintjétől. Továbbá, az inflációs várakozások a tényinflációnál hamarabb kezdtek el mérséklődni.

A szigorú monetáris politika a pénzügyi piac stabilitásához is hozzájárult, ezáltal az inflációs várakozásokat körülvevő bizonytalanság csökkent. A forintárfolyam volatilitása 2022. október óta számottevően mérséklődött, hozzájárulva ahhoz, hogy az árfolyamcsatornán keresztül erőteljesebben érvényesüljön a monetáris transzmisszió.

6-11. ábra: Lakossági inflációs várakozások alakulása



Forrás: MNB-számítás az Európai Bizottság adatai alapján, illetve KSH

Az MNB határozott kamatemeléseinek hatása már a transzmissziós csatornák széles körében érződik, de az árstabilitás elérése érdekében a dezinflációs folyamatnak akkor is folytatódnia kell, amikor az infláció az egyszámjegyű tartományba ér. Az árstabilitás elengedhetetlen a fenntartható növekedés és felzárkózás biztosításához.

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 fogyasztás, valamint a rendelkezésre álló jövedelem tételeinek éves változása reálértéken	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 munkaképes korú népesség és a versenyszférában foglalkoztatottak számának éves változása	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 éves alapú növekedésének alakulása a meghatározó gazdaságokban	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	32
3-6. ábra: A 10 éves amerikai és német állampapírhozamok alakulása	33
3-7. ábra: Nyersanyagárak alakulása	34
3-8. ábra: A Globális értéklánc súrlódás index (GSCPI) alakulása	35
3-9. ábra: A Freightos Baltic Index alakulása a Kínából érkező szállítmányok esetében	35
3-10. ábra: A félvezetők (chipek) árainak alakulása	36
3-11. ábra: A GDP éves változása 2023. első negyedévben az Európai Unió országáiban	38
3-12. ábra: A GDP éves változásának felhasználás oldali dekompozíciója	38
3-13. ábra: A GDP éves változásának termelés oldali dekompozíciója	39
3-14. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések és az online pénztárgépek forgalmának éves változása reálértéken	39
3-15. ábra: Lakáspiaci tranzakciók száma településtípusonként	40
3-16. ábra: A beruházások éves változásának felbontása	40
3-17. ábra: Az egyes nemzetgazdasági szektorok beruházási teljesítményének éves változása	41
3-18. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	41
3-19. ábra: A hazai ipari termelés éves változásának ágazati felbontása	42
3-20. ábra: Az építőipari termelés éves változása	42
3-21. ábra: A bruttó működési eredmény és vegyes jövedelem alakulása a régióban	43
3-22. ábra: A bruttó működési eredmény éves változása ágazatonként	44
3-23. ábra: A GDP deflátor jövedelemoldali felbontása	44
3-24. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása	45
3-25. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása	45
3-26. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása	46
3-27. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében	46
3-28. ábra: A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók	46
3-29. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban	47
3-30. ábra: A világpiacon élelmiszerárak alakulása	48
3-31. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása	48

3-32. ábra: A fogyasztói árak havi árváltozásának alakulása üzemanyagok és szabályozott árak nélkül.....	49
3-33. ábra: Az infláció dekompozíciója.....	49
3-34. ábra: Az inflációs alapmutatók.....	49
3-35. ábra: Az iparcikkek árváltozása.....	50
3-36. ábra: Az iparcikkek havi árváltozásának alakulása.....	50
3-37. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása.....	50
3-38. ábra: Inflációs várakozások a régióban.....	51
3-39. ábra: A 2023. májusi infláció és maginfláció változása a 2022. január óta elért csúcspontokhoz képest.....	51
3-40. ábra: Az infláció és a maginfláció historikus átlaghoz viszonyított alakulása 2023-ban.....	52
3-41. ábra: Piaci szolgáltatások inflációja.....	52
3-42. ábra: Az infláció autokorrelációja és az inflációs alapmutatókkal való korrelációja különböző előrejelzési időszakok esetén.....	53
3-43. ábra: A főbb nyersanyag- és energiapiaci termékek árváltozása.....	54
3-44. ábra: Májusi inflációs ráták változása áprilishoz képest a világban.....	55
3-45. ábra: Csökkenő árszintű termékek aránya saját termékcsoportukon belül.....	55
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői.....	56
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása.....	56
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya.....	57
4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása.....	57
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása.....	57
4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába.....	58
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részszegmensben.....	58
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje.....	59
4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegmensben.....	59
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei.....	60
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása.....	60
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint.....	61
5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása.....	61
5-5. ábra: A folyó fizetési mérleg, az energiaegyenleg és a nem energia áruegyenleg alakulása.....	62
5-6. ábra: Az exportra, valamint belföldre értékesítő ágazatok ipari termelésének alakulása.....	63
5-7. ábra: Az ipari exportértékesítések, az ipari termelés és a feldolgozóipari készletállomány alakulása.....	63
5-8. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása.....	64
5-9. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása.....	65
5-10. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása.....	66
5-11. ábra: A kormányzati szektor eredményszemléletű egyenlege.....	67
5-12. ábra: Az adó- és járulékbévételek előző év azonos hónapjához viszonyított alakulásának 3 havi mozgóátlaga 2020-2023-as időszakban.....	67
5-13. ábra: Az államadósság várható alakulása.....	68
6-1. ábra: A foglalkoztatási és a munkanélküliségi ráta változása 2021 utolsó negyedéve és 2022 utolsó negyedéve között.....	70
6-2. ábra: A foglalkoztatottság változása egységnyi GDP-változás esetén Magyarországon.....	71
6-3. ábra: A Beveridge-görbe alakulása a V4 országokban (2010-2022).....	71
6-4. ábra: A létszám éves változása a feldolgozóiparban vállalati létszámkategóriák szerint.....	72
6-5. ábra: Az alkalmazottak számának változása a kiemelt nemzetgazdasági ágakban 2019 negyedik negyedéve óta.....	72
6-6. ábra: Az egy foglalkoztatottra jutó ledolgozott munkaórák és a termelékenység alakulása.....	73
6-7. ábra: A bruttó működési eredmény, az átlagkeresetek és az ágazati hozzáadottérték-árindexek éves dinamikája 2023 első negyedévében nemzetgazdasági ágak szerint.....	74
6-8. ábra: A vezető és régiós jegybankok kamatemelési ciklusa.....	76
6-9. ábra: A transzmissziós mechanizmus sematikus ábrája.....	77
6-10. ábra: Az árfolyamcsatorna részletes hatásmechanizmusa.....	77
6-11. ábra: Lakossági inflációs várakozások alakulása.....	79

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: Az eszköz- és nyersanyaghiány alakulása a hazai iparban, építőiparban és szolgáltatószektorban, illetve a globális félvezetőhiány és szállítási költségek szintje	37
5-1. táblázat: A GDP-arányos külkereskedelmi egyenleg alakulása	64
5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók.....	66
5-3. táblázat: A 2024. évi költségvetés intézkedései (milliárd forint).....	69
5-4. táblázat: A 2024. évi költségvetés intézkedéseinek inflációs hatása	69

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 korábbinak 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. június

Nyomda: Prospektus Kft.

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1013 BUDAPEST, KRISZTINA KÖRÚT 55.