



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2023
SZEPTEMBER

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

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2023
SZEPTEMBER

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, pénzügyi stabilitásért és nemzetközi kapcsolatokért 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. szeptember 21-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	19
1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk	23
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	27
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	31
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése	31
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése	37
3.3. Munkaerőpiac	42
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója	45
3.5. Költségek és infláció	46
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	55
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	55
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	57
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	59
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	59
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	62
5.3. Költségvetési folyamatok	67
6. Kiemelt téma	71
Ábrák és táblázatok jegyzéke	75

Keretes íráások jegyzéke

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink	13
1-2. keretes írás: A hazai defláció szerkezete	15
3-1. keretes írás: Eltérő infláció a különböző társadalmi rétegekben	49
3-2. keretes írás: A profitinfláció az élelmiszeriparban	51
3-3. keretes írás: A visszatekintő árazás szerepe a szolgáltató szektorban	52
5-1. keretes írás: Mit mutat a folyó fizetési mérleg tévedések és kihagyások egyenlegének alakulása?	60
5-2. keretes írás: A jelentősen javuló külső egyensúly háttere	64

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 második negyedében Európában lassult, Kínában és az Egyesült Államokban gyorsult a gazdasági növekedés. A rövid távú kilátásokat lefelé mutató kockázatok övezik. A nemzetközi – különösen az európai – konjunktúrakilátások alakulásában változatlanul jelentős bizonytalanságot okoz az elhúzódóan magas inflációs környezet, a folytatódó orosz-ukrán háború és az általánosan növekvő geopolitikai feszültség.

Az amerikai GDP 2,6 százalékkal bővült éves összevetésben, míg Kínában 6,3 százalékos éves növekedést regisztráltak. Ugyanebben az időszakban az EU gazdasága 0,4 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok szerint. Míg az EU-ban a gazdaság bővülése a várakozásoknak megfelelően alakult, az Egyesült Államok gazdaságának bővülése meghaladta azokat. Kínában az ingatlanpiaci válság és a visszaeső export lassította a növekedést. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország kibocsátása 2023 második negyedében 0,1 százalékkal mérséklődött év/év összevetésben.

Az Európai Unióban a 2022. októberi inflációs csúcs óta folyamatosan mérséklődik az éves fogyasztói-árindex. A dezinfláció a nyár végén lelassult, azonban a globális trendek az árindexek folytatódó mérséklődését vetítik előre.

A világgazdasági kereslet gyengülése, a nyersanyagárak tavalyinál alacsonyabb szintje, valamint a nemzetközi szállítási költségek korrekciója az inflációs ráták folytatódó süllyedésének irányába mutat. Az Egyesült Államokban a nyár elején 3 százalékra mérséklődött, majd augusztusban 3,7 százalékra emelkedett az éves alapú áremelkedés mértéke. Az eurozónában 5,2 százalékon alakult az infláció augusztusban. A régiós országok HICP inflációs rátái Csehország kivételével elérték az egyszámjegű tartományt: az Eurostat adatai alapján Romániában 9,3, Lengyelországban 9,5, Szlovákiában 9,6, míg Csehországban 10,1 százalékkal emelkedtek az árak augusztusban. A fejlett gazdaságokban az elsődleges inflációs mutatók enyhülése mellett ugyanakkor a maginflációs mutatók csak jóval lassabb ütemben mérséklődtek.

Az elmúlt negyedév során a globálisan meghatározó központi bankok tovább szigorították a monetáris kondíciókat. A régióban a cseh és a román jegybank szinten tartotta az alapkamatot az időszak során, míg a lengyel jegybank szeptemberben 75 bázisponttal 6,00 százalékra csökkentette az irányadó rátáját.

Az Egyesült Államokban a Federal Reserve (Fed) a szeptemberi kamatdöntő ülésén szinten tartotta az irányadó ráta célsávját, miután júliusban 25 bázisponttal, 5,25-5,50 százalékra emelte azt. A jegybank a jövőbeli döntéseivel kapcsolatban az adatvezéreltséget hangsúlyozta. A Fed mérlegfőösszege tavasztól átmenetileg jelentősen emelkedett, azonban augusztusra a márciusi pénzügyi zavarokat megelőző szint alá csökkent. Az Európai Központi Bank (EKB) a júliusi és szeptemberi kamatdöntő ülésén egyaránt 25-25 bázisponttal emelte az irányadó rátákat, valamint júliustól leállította az APP program keretében vásárolt, lejárt értékpapírok újrabefektetését. A szeptemberi döntést követő kommunikáció alapján az EKB nem szigorítja tovább a monetáris kondíciókat.

A lengyel jegybank szeptemberben 75 bázisponttal 6,00 százalékra csökkentette az irányadó rátáját. A cseh jegybank döntéshozói az elmúlt negyedév során 7 százalékon tartották az alapkamatot, miközben az augusztusi ülésükön hivatalosan lezárták a 2022 májusában bejelentett devizapiaci intervenciók periódusát. 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 szeptemberben az alapkamat szintjére mérsékelte.

Az elmúlt negyedévben összességében romlott a befektetői hangulat. Az amerikai adósságbesorolást érintő leminősítést követően emelkedett a globális pénz- és tőkepiaci volatilitás. A romló befektetői kockázatvállalási kedv elsősorban a

meghatározó jegybankok monetáris politikájával kapcsolatos várakozásokhoz, valamint az európai és a kínai gazdaság lassulásához köthető.

Az elmúlt negyedévben alapvetően a nagy jegybankok kamatpolitikájával kapcsolatos várakozások, a beérkező makrogazdasági adatok, valamint az egyes feltörekvő országokban kialakuló piaci turbulenciák okozta romló kockázatvállalási kedv befolyásolta az eszközárak alakulását. Az Egyesült Államok adósságbesorolását érintő leminősítés, valamint a kínai gazdaság lassulása szintén negatív hatással voltak a befektetői hangulatra. A piaci várakozások a Fed és az EKB szigorú monetáris politikájának hosszabb távú fennmaradását árazzák. Az első kamatcsökkentés lehetősége mindkét jegybank esetében későbbre tolódott.

Az elmúlt időszakban az olajárak jelentősen, 90 dollár fölé emelkedtek, az európai gáz ára néhány kiugrást leszámítva nem változott érdemben, miközben az egyéb energiaárak jellemzően emelkedtek. Az olajárak emelkedését elsősorban az olajkínálattal kapcsolatos aggodalmak fűtötték, melyet a kínai gazdaság lassulásáról érkező hírek sem tudtak mérsékelni. A dollár erősödéssel zárta az időszakot. Az erősödés mögött elsősorban a szigorú monetáris politika tartós fennmaradására vonatkozó várakozások és az erős amerikai növekedési kilátások állhatnak. Jelentősen emelkedtek a fejlett piaci hozamok, amivel párhuzamosan az európai és ázsiai tőzsdeindexek csökkentek. A feltörekvő piacokon nagyobb intenzitású, de a fejlett piacokkal megegyező irányú mozgás volt megfigyelhető.

Az elmúlt negyedévben a romló globális befektetői hangulat ellenére a fontosabb hazai pénzügyi piacok stabilan alakultak. A hazai bankközi hozamok, valamint a rövid oldali állampapírpiazi hozamok számottevően csökkentek az MNB kamatcsökkentéseivel párhuzamosan. A forint az időszak első részében gyengült az euróval szemben, majd stabilizálódott.

Kisebb ugrásoktól eltekintve folytatódott az 5 éves hitelkockázati (CDS) felár trendszerű mérséklődése június vége óta. Mindeközben az állampapírpiazi hozamgörbe inverzitása csökkent, mivel az elmúlt 3 hónapban a rövid hozamok mérséklődtek, míg a hosszú hozamok érdemben nem változtak. A rövid oldali hozamok mérséklődését támogatták a befektetési alapokat érintő kormányzati intézkedések is. A bankközi kamatok az állampapírpiazi hozamoknál nagyobb mértékben, minden futamidőn mérséklődtek. A rövid oldali pénzügyi hozamok minden részpiacra leköverték az effektív kamat csökkentését. A forint júliusban nagy kilengésekkel gyengült az euróval szemben, majd erősödést követően stabilan alakult.

Az elmúlt hónapokban gyorsult a hazai infláció csökkenése. A szigorú monetáris politika, a tavalyi évinél kisebb nyersanyagárak, a visszafogott fogyasztás és a kormányzat piaci versenyt erősítő lépéseinek együttes árleszorító hatása egyre szélesebb körben fejt ki erős deflációs hatást. Az éves infláció az év végére egyszámjegyű tartományba kerül. Az árstabilitás elérése érdekében azonban a fogyasztóiár-index további csökkenése szükséges 2024-ben.

Az infláció januári tetőzése óta folyamatosan csökken. A defláció egyre szélesebb körben érezhető, így az élelmiszer és iparcikk infláció lassulása mellett a szolgáltató ágazat fogyasztói árindexe is érezhetően csökkent. Előretekintve az éves árdinamika folytatódó mérséklődését külső és belső tényezők egyaránt támogatják. A gázárak és a szállítási költségek változóképpen alakultak, és továbbra is a háború kitörése előtti szinteken maradtak. Az értékláncokban lévő feszültségek oldódtak, emellett a globális konjunktúra lassulása tovább fékezi a külső inflációt. Az élelmiszerinfláció folytatódó mérséklődését a tavaly május óta folyamatosan csökkenő globális élelmiszer-alapanyagárak mellett az egyre erősebb versenyt generáló kormányzati intézkedések is támogatják. Ugyanakkor a kőolaj világpiaci árának emelkedése erőteljesen éreztette a hatását a hazai üzemanyagárakban, ezzel lassítva a deflációs folyamatot.

2023 folyamán a szigorú monetáris kondíciók egyre szélesebb körben fejtik ki deflációs hatásukat. Az inflációban tapasztalható átárázások már megfelelnek a historikus átlagnak, augusztusban pedig hosszú idő után már a maginflációban is hasonló átárázás volt megfigyelhető. A defláció az iparcikkek mellett a piaci szolgáltatásokban is megindult. A jövő évre várt inflációs pálya a magasabb üzemanyagárak áthúzó hatásához köthetően enyhén feljebb tolódott a júniusi prognózishoz képest. A fogyasztóiár-index várhatóan 2025-ben tér vissza a jegybanki toleranciasávba. Éves átlagban az infláció az idei évben 17,6–18,1, 2024-ben 4,0–6,0, míg 2025-ben 2,5–3,5 százalék között alakulhat.

A hazai GDP volumenindexe 2023-ban (-0,5)–0,5 százalék közötti tartományban várható az Inflációs jelentés előrejelzése szerint. 2024–2025-ben egyaránt várhatóan 3,0–4,0 százalékkal bővül a gazdaság teljesítménye. 2023-ban az alacsony

gazdasági teljesítmény háttérében elsősorban a magas infláció és az állami beruházások visszafogása állnak. Az áremelkedések miatt csökkenő reálbérek, valamint az óvatossá váló fogyasztói és beruházói döntések a belső kereslet csökkenését eredményezik. A nettó export pozitívan járul hozzá a GDP bővüléséhez. Az idei gazdasági teljesítményt a tavalyi aszályos év után korrigáló mezőgazdasági növekedés jelentősen javítja.

2023 második negyedévében éves összevetésben 2,4 százalékkal mérséklődött a hazai GDP. Az előző negyedévhez képest a gazdaság teljesítménye 0,3 százalékkal mérséklődött. A háztartások fogyasztása a magas infláció és a romló reáljövedelmi folyamatok miatt összességében mérséklődik az idei évben, míg a megemelkedett vállalati költségek és a bizonytalan kilátások hatásai a beruházások átütemezésében vagy elmaradásában mutatkoznak meg. A mezőgazdaság ugyanakkor a tavalyi aszály után idén várhatóan számottevően magasabb kibocsátást ér el. A gazdaság 2023. év végi fokozatos élénkülésében szerepet játszik az ismét pozitívvá váló reálbér-index és a tavalyi rendkívül kedvezőtlen év után az idén várhatóan magas kukoricatermés harmadik negyedévben történő betakarítása is. A hazai kivitelen is emelkedhet, míg az import mérséklődik a belső keresleti tételek visszaesése és az alacsonyabb energiaárak eredményeként, így 2023-ban a nettó export növekedési hozzájárulása pozitív maradhat. Legfontosabb külkereskedelmi partnereink növekedése a várakozások szerint 2024-ben is visszafogott maradhat, azonban a folyamatban lévő jelentős kapacitásbővítő beruházások ezt a hatást ellensúlyozzák. A kiépülő új exportkapacitások termelésének felfutásával az exportpiaci részesedésünk várhatóan tovább emelkedik. Az infláció mérséklődése és a belső keresleti tételek helyreállása támogatja a 2024. és 2025. évi GDP bővülését.

A vállalati hitelállomány változatlanul növekszik, de a dinamika lassul. A háztartási hitelpiacon az év második felében a kereslet élénkülése várható.

A teljes pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelállományának éves növekedési üteme az előző negyedévhez képest 3 százalékponttal lassult, így 11,4 százalékot ért el júniusban. Az alapfolyamatokat jobban megragadó mikro-, kis- és középvállalkozások éves hiteldinamikája ennél alacsonyabb, 9,9 százalék volt. A második negyedévben az újonnan szerződött – nem folyószámla jellegű – vállalati hitelek 50 százaléka volt valamilyen támogatott hitel, ami a Széchenyi Kártya Program MAX+ és a Baross Gábor Hitelprogram felfutása miatt lényegesen magasabb, mint a programok elindulása előtti 27 százalékos érték. A hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a második negyedévben nem változtak jelentősen a hitelfeltételek, mindössze néhány kisebb bank jelezte a hitelfeltételek szigorítását. A hitelkereslet tekintetében továbbra is kettősség figyelhető meg: a bankok nettó értelemben vett 65 százaléka tapasztalt élénkülést 2023 második negyedévében a rövid lejáratú hitelek iránt, míg 29 százaléka keresletcsökkenést tapasztalt a hosszú lejáratú hitelek esetében. A vállalati hitelállomány éves növekedési üteme 2023. év végére 5-6 százalékra lassulhat, majd 2024. év végétől 8-9 százalék körüli szinten stabilizálódhat a bővülés mértéke.

2023 második negyedévében a háztartási hitelállomány éves növekedési üteme az előző negyedévhez képest 1,8 százalékponttal lassulva 2,8 százalékot ért el. Az újonnan szerződött lakáshitelek volumene az előző év azonos időszakától 67 százalékkal, a személyi hiteleké pedig 10 százalékkal maradt el, amihez a lakáshitelek esetében a Zöld Otthon Program miatti magas bázis is hozzájárult. A támogatott programokkal kapcsolatban bejelentett változások miatt a babaváró kölcsön és „városi” CSOK konstrukciókban év végéig az előrehozott kereslet miatt felfutás várható, ami az idei évben támogathatja a hitelállomány bővülését. A hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a lakáshitelek esetében a bankok csökkenő, míg a fogyasztási hitelek esetében növekvő keresletről számoltak be. Előretekintve a bankok mindkét szegmensben a kereslet növekedésére számítanak. A háztartási hitelállomány éves növekedése 2023. év végén 3-4 százalékot érhet el, 2025. év elejétől pedig 8-9 százalék körüli lehet az éves bővülés mértéke.

A jelentősen javuló külkereskedelmi egyenleg az idei évben a GDP 1 százaléka alá mérsékli a folyó fizetési mérleg hiányát.

A tavalyi mélypont után 2023-ban gyors ütemben és számottevően javul a folyó fizetési mérleg egyenlege. Az elmúlt hónapokban érdemben javuló külső pozíciót jelentős részben a tavalyinál alacsonyabb energiaárak, az energiafogyasztás alkalmazkodása és a visszafogott belső kereslettel összhangban szűkülő importigény okozza. Mindezzel párhuzamosan a felfutó közúti jármű- és akkumulátorgyártás mellett élénk export is támogatja a külkereskedelmi egyenleg javulását. 2024-től a kiépült új exportkapacitások termelésbe állása, valamint a normalizálódó világ gazdasági környezet eredményeként a kedvező külső egyensúlyi folyamatok várhatóan fennmaradnak. Összességében a folyó fizetési mérleg hiánya 2023-ban a GDP 1 százaléka alá mérséklődik, és az egyenleg az előrejelzési horizonton tovább javul.

A költségvetési hiány mérséklődése az idei évben tovább folytatódik. A költségvetési hiánycél 2023-ban a GDP 3,9 százaléka, 2024-ben 2,9 százalék, majd 2025-ben 1,9 százalék. A várttól érdemben elmaradó makrogazdasági – különösen fogyasztási – pálya miatt idén a hiánycélnál magasabb hiány kialakulása várható. A deficit pontos mértékét nagyban befolyásolja a kiadások év végi alakulása. Az Inflációs jelentés előrejelzése szerint az államadósság-ráta a 2022. év végi 73,3 százalékról a nominális GDP növekedésének köszönhetően 2023-ban a GDP 70 százaléka közelébe csökken, amit évente további mintegy 2,5 százalékpontos mérséklődés követ.

A Monetáris Tanács kockázati értékelése alapján az alappályát kétirányú inflációs és növekedési kockázatok övezik.

A fogyasztás gyorsabb helyreállása az alappályához képest magasabb, míg a lassuló globális konjunktúra és a feltörekvő piacokról történő esetleges tőke kivonás alacsonyabb gazdasági növekedés irányába mutat. Utóbbi forgatókönyv, valamint a belső kereslet gyors visszapattnásával növekvő árazási mozgástér emelheti az inflációt az alappályához képest, míg a lassuló globális konjunktúra általánosan alacsonyabb inflációs környezetet okozhat.

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	18,1 - 18,6	4,4 - 6,8	3,0 - 3,5
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	15,6	18,1 - 18,6	4,4 - 6,8	3,0 - 3,5
Infláció	14,5	17,6 - 18,1	4,0 - 6,0	2,5 - 3,5
Gazdasági növekedés				
Háztartások fogyasztási kiadása	6,5	(-2,0) - (-1,8)	2,1 - 2,9	2,6 - 3,6
Közösségi végső fogyasztás ¹	0,9	0,2 - 0,6	0,2 - 1,4	0,9 - 2,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	1,2	(-8,5) - (-7,5)	2,1 - 5,1	2,6 - 5,5
Belföldi felhasználás	3,9	(-4,0) - (-3,8)	1,8 - 2,8	2,3 - 3,5
Export	11,8	1,6 - 2,2	4,8 - 6,8	3,7 - 5,4
Import	11,1	(-2,6) - (-2,0)	3,3 - 5,5	2,7 - 4,7
GDP	4,6	(-0,5) - 0,5	3,0 - 4,0	3,0 - 4,0
Munkatermelékenység ²	2,8	(-0,3) - (0,0)	2,7 - 3,8	2,4 - 3,8
Külső egyensúly³				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-8,1	(-1,1) - (-0,1)	0,4 - 1,6	1,1 - 2,5
Külső finanszírozási képesség	-6,0	1,1 - 2,1	2,1 - 3,3	2,7 - 4,1
Államháztartás³				
ESA-egyenleg	-6,2	-5,2	-2,9	-1,9
Munkaerőpiac				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	17,4	13,4 - 13,7	10,0 - 11,2	7,4 - 8,7
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,3	0,5 - 0,6	(-0,1) - 0,5	(-0,1) - 0,6
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁴	15,7	15,6 - 15,9	9,5 - 10,5	6,9 - 8,1
Versenyszféra foglalkoztatottság	2,1	0,8 - 1,0	0,2 - 0,7	0,0 - 0,6
Munkanélküliségi ráta	3,6	3,9 - 4,0	3,5 - 3,8	3,1 - 3,8
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	9,9	15,2 - 15,7	5,1 - 6,6	4,1 - 5,9
Lakossági reáljövedelem ⁵	5,4	(-1,0) - (-0,8)	2,1 - 3,1	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 A GDP arányában.

⁴ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.

⁵ MNB-becslés.

1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

1.1. Inflációs előrejelzésünk

Az elmúlt hónapokban folytatódott a hazai infláció csökkenése, augusztusban 16,4 százalékon alakult a fogyasztóiár-index. A külső és a belső tényezők egyaránt a dezinfláció irányába mutatnak. A gázárak és a szállítási költségek változóképpen alakultak, de továbbra is a háború kitörése előtti szinteken maradtak. Az értékláncokban korábban jelenlévő feszültségek oldódtak, emellett a globális konjunktúra lassulása tovább fékezi a külső inflációt. A szigorú monetáris politika, a tavalyi évhez képest mérsékeltebb globális nyersanyagárak, a visszafogott fogyasztás és a kormányzat piaci versenyt élénkítő lépéseinek árleszorító hatása egyre szélesebb körben fejt ki erős dezinflációs hatást. Az ideai infláció gyors ütemű csökkenését bázishatások is támogatják. Előrejelzésünk szerint a hazai infláció novemberre várhatóan egyszámjegyre csökken és 2025-ben tér vissza a jegybanki toleranciasávjába. A kőolaj világgpiaci árának emelkedése erőteljesen éreztette a hatását a hazai üzemanyagárakban, ami lassítja a dezinflációs folyamatot. A 2023-ra vonatkozó előrejelzési tartomány a csökkenő bizonytalanság következtében 17,6 – 18,1 százalékra szűkült. Előrejelzésünk szerint az infláció 2024-ben 4,0 – 6,0 százalék, 2025-ben pedig 2,5 – 3,5 százalék között alakul.

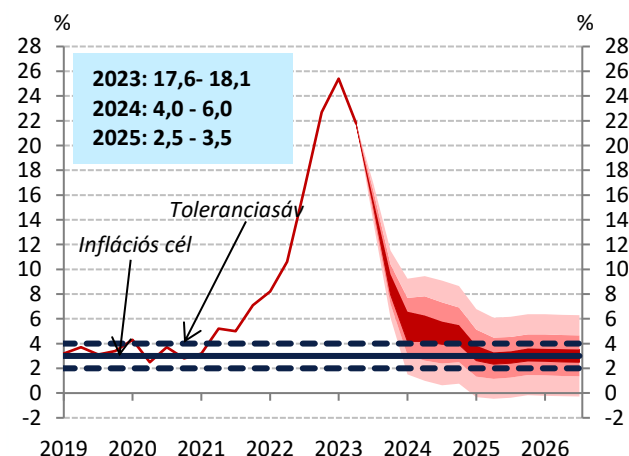
1-1. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása



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

Forrás: KSH, MNB

1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

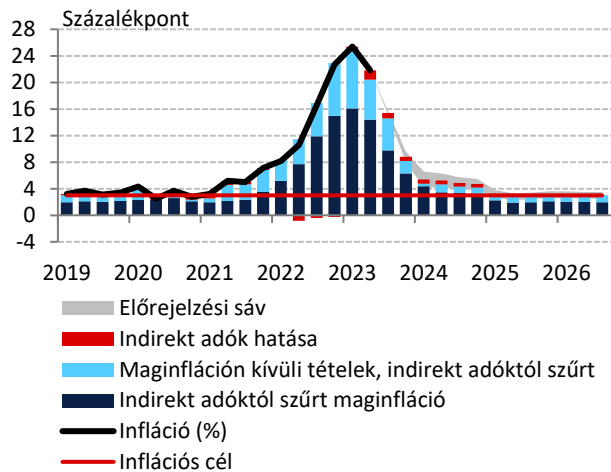
Forrás: KSH, MNB

Előrejelzésünk szerint a hazai infláció az év hátralévő részében dinamikusan mérséklődik, novemberre pedig várhatóan egyszámjegyre csökken (1-1. ábra). Az éves árdinamika folytatódó csökkenését külső és belső tényezők egyaránt támogatják. A szigorú monetáris politika, a tavalyi évhez képest mérsékeltebb globális nyersanyagárak, a visszafogott fogyasztás és a kormányzat piaci versenyt erősítő lépéseinek árleszorító hatása egyre szélesebb körben fejt ki erős dezinflációs hatást. Az ideai infláció gyors ütemű csökkenését bázishatások is támogatják, melyek kifizetése után a dezinfláció 2024-ben lassabb ütemben folytatódik.

A fogyasztóiár-index 2025-ben tér vissza a jegybanki toleranciasávjába. Az inflációs prognózisunk 2023-ra vonatkozó sávja a júniusi előrejelzésünkhöz képest a csökkenő bizonytalanság következtében szűkült. A fogyasztóiár-index a júniusi prognózishoz képest jövőre magasabban alakulhat, amit a világgpiaci olajárak alakulása következtében megemelkedett üzemanyagárak dezinflációt lassító hatása okoz. Ezt a hatást részben ellensúlyozza a piaci szolgáltatások inflációjának korábban várt gyorsabb csökkenése. Az infláció 2023-ban 17,6 – 18,1 százalék között alakulhat, 2024-ben 4,0 – 6,0 százalék, míg 2025-ben 2,5 – 3,5 százalék lehet (1-2. ábra).

Előrejelzésünk szerint az alapfolyamatokat megragadó indirekt adóktól szűrt maginfláció 2023-ban 18,1 – 18,6 százalék között alakul, 2024-ben 4,4 – 6,8 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 alacsonyabb a júniusi prognózisnál, aminek háttérben a piaci szolgáltatások várt gyorsabb dezinflációja áll.

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	18,1 - 18,6	4,4 - 6,8	3,0 - 3,5	
Maginfláció	18,1 - 18,6	4,4 - 6,8	3,0 - 3,5	
Maginflációon kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	20,5	4,6	4,4
	Járműüzemanyag és piaci energia	28,2	12,1	1,3
	Szabályozott árú termékek	12,5	0,1	2,6
	Alkohol, dohány	15,0	2,4	3,0
Infláció	17,6 - 18,1	4,0 - 6,0	2,5 - 3,5	

Megjegyzés: Százalék. Szezonálisan igazítatlan adatok alapján. A táblázat az előrejelzésünk sávközepe alapján készült.

Forrás: MNB

Az üzemanyagárak dezinflációt lassító hatása következtében a maginfláción kívüli tételek árdinamikája az idei és a jövő évben is a júniusi várakozásunkhoz képest magasabban alakulhat. A gázárak és a szállítási költségek változóképpen alakultak, de továbbra is a háború kitörése előtti szinteken maradtak, az értékláncokban lévő feszültségek oldódtak. A Brent kőolaj világpiaci jegyzésére június vége óta több mint 15 dollárral emelkedett és jelenleg a 90 dollár/hordó árszint felett jár. A kőolaj világpiaci árának emelkedése erőteljesen érezte a hatását a hazai üzemanyagárakban, ezzel lassítva a dezinflációs folyamatot. A járműüzemanyag és piaci energia termékkör éves inflációja idén 28, jövőre pedig 12 százalék körül alakulhat (1-1. táblázat). A globális élelmiszer-alapanyagárak csökkenése támogatja az élelmiszer-infláció további mérséklődését. A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja novemberben tetőzött, így az idei év egészében 20 százalék körül, míg a jövő évben már egyszámjegyű tartományban alakulhat a termékcsoport éves áremelkedése. Az alkohol, dohánytermékek inflációja idén (döntően a termékkört érintő jövedékiadó-emelések következtében) 15 százalék körül alakul, majd ezen hatások kifutásával 2024-től érdemben csökken. A szabályozott energiaárak inflációja – a rezsiköltségek (gáz és áram árak) módosításának hatására – 2023-ban előrejelzésünk szerint átlagosan 18 százalék körül alakul. Elemzésünkben azzal a technikai feltevéssel éltünk, hogy a lakossági energiaárakat érintő intézkedések a teljes előrejelzési horizonton változatlan formában érvényben maradnak.

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink

Magyarország egy kis nyitott gazdaság, így a legfontosabb makrogazdasági változókra készített előrejelzéseinket 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	1,09	1,07	1,10	1,07	1,10	1,4%	2,5%	2,5%
Olajár (USD/hordó)	77,2	83,5	72,0	84,5	71,0	81,1	8,2%	17,4%	14,3%
Olajár (EUR/hordó)	71,8	76,7	67,3	77,0	66,3	73,9	6,7%	14,5%	11,5%
Gázár (EUR/MWh)	37,8	41,1	43,0	51,3	46,1	56,0	8,7%	19,3%	21,5%
Eurozóna inflációja (%)	5,4	5,6	3,0	3,2	2,2	2,1	0,2 szp.	0,2 szp.	-0,1 szp.
Eurozóna növekedése (%)	0,9	0,7	1,5	1,0	1,6	1,5	-0,2 szp.	-0,5 szp.	-0,1 szp.
Felvetőpiacaink növekedése* (%)	(-0,3) - 0,9	(-0,3) - 0,9	2,4 - 3,3	2,0 - 2,9	1,9 - 2,7	1,9 - 2,7	0,0 szp.	-0,4 szp.	0,0 szp.

Forrás: Bloomberg, Consensus Economics, MNB, EKB

2023 második negyedévében az EU gazdaságainak többségében tovább lassult, míg az Egyesült Államokban és Kínában gyorsult a GDP-növekedés üteme. A második negyedévben a globális ipari termelés stagnált, míg a kereskedelem kis mértékben visszaesett és a tavalyi év szintje alatt alakult. Az elmúlt hónapokban az infláció mérséklődése és a kedvező munkaerőpiaci helyzet is támogatta a globális konjunktúrát. Ugyanakkor a külső kereslet alakulásában változatlanul kockázatot jelent az elhúzódó háború és az általánosan növekvő geopolitikai feszültség, valamint a kínai gazdaság lassulása is. A nemzetközi konjunktúraindexek alapján a fogyasztói bizalom az EU gazdaságaiban továbbra is rendkívül alacsony szinten áll, az üzleti hangulat pedig romlott. A beszerzési menedzser indexek a szolgáltatószektorban visszaestek, az ipari kilátások pedig a globális új rendelések visszaesésével továbbra is pesszimisták maradtak a második negyedévben is. Az Európai Unió 27 országa közül negyedéves alapon 10 tagországban csökkent a GDP. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország kibocsátása 2023 második negyedévében 0,1 százalékkal mérséklődött éves bázison. Az első negyedévben az Egyesült Államok gazdasága 2,6 százalékkal, míg Kínáé 6,3 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. Az eurozóna és az Egyesült Államok gazdaságának bővülése meghaladta a várakozásokat, míg Kínáé az ingatlanpiaci válság és a visszaeső export következtében elmaradt az előrejelzésektől.

Az EKB alacsonyabb növekedési és magasabb inflációs pályát vár az eurozónában a júniusi előrejelzéséhez képest. Az intézmény várakozásai szerint az eurozóna GDP-növekedése 2023-ban 0,2, 2024-ben 0,5 százalékponttal lehet kevesebb a korábbi előrejelzéshez képest, így idénre 0,7, míg jövőre 1,0 százalékos növekedési dinamikát prognosztizál az EKB. 2025-ben 1,5 százalékos növekedés várható. Az EKB szeptemberi előrejelzése alapján az euroövezet inflációja idén és jövőre is 0,2 százalékponttal magasabban lehet: 2023-ban 5,6, 2024-ben 3,2, 2025-ben pedig 2,1 százalékon alakulhat.

A Brent nyersolaj ára a szűkülő kínálat következtében június vége óta emelkedik és jelenleg meghaladja a 90 dollárt. A világgiazi kőolajárak két hónap alatt több mint 25 százalékot emelkedtek az OPEC+ országok kibocsátáscsökkentése miatt. Júniusban az egyik legnagyobb termelő, Szaúd-Arábia 1 millió hordós termelésű csökkenést jelentett be júliustól kezdődően, amit előbb augusztusig, majd az év végéig hosszabbított meg. Oroszország napi 500 ezer hordós exportcsökkentést jelentett be augusztusra, majd napi 300 ezres csökkentést szeptemberre, amit az év végéig meghosszabbított. A Brent és az orosz típusú Ural kőolaj közötti árkülönbség az elmúlt időszakban is fennmaradt.

A benzin és a gázolaj hazai ára az elmúlt hetekben erőteljesen emelkedett. 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 jelentősen növekszik hazánkban július eleje óta.

A TTF gázár változóképpen alakult az elmúlt hetekben, de továbbra is az orosz-ukrán háború kitörése előtti szintek alatt maradt. 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, ami 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. A nyár folyamán ugyanakkor többször is felszűrt az árfolyam, amit az LNG-szállítások körüli bizonytalanságokról szóló hírek okoztak. Szeptember közepén a 35 eurós szint körül alakult a gázár. 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 120 euro alatt alakult az elmúlt fél évben, ami jelentősen elmarad a decemberi 400 euro közeli szintektől.

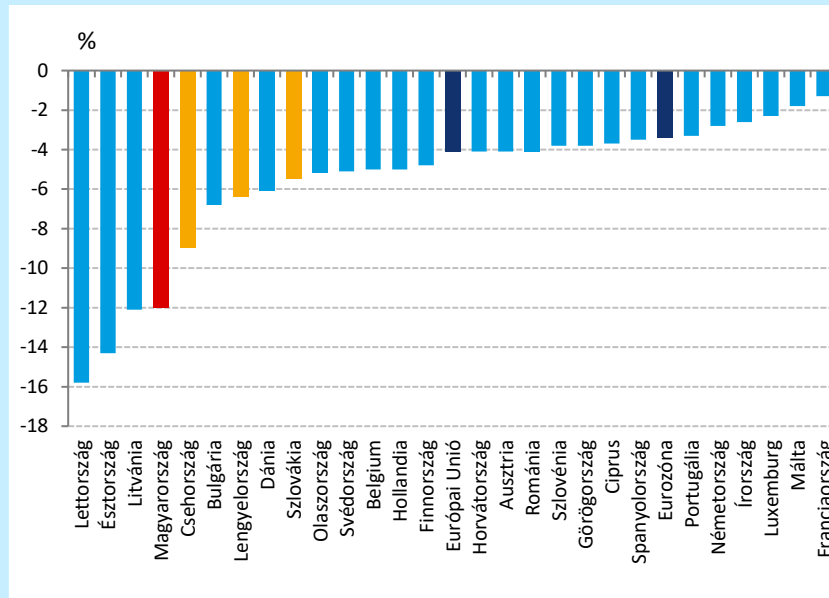
Előrejelzésünk szerint 2023-ban csökkenhet a hiány az előző évi 6,2 százalékos GDP-arányos értékhez képest, azonban a várttól érdemben elmaradó makrogazdasági pálya és az első félévi költségvetési tényadatok alapján az idei költségvetési hiány további intézkedések nélkül a 3,9 százalékos GDP-arányos hiánycélnál magasabb, a GDP 5,2 százaléka lehet. A tervezett kormányzati hiánycél 2024-re 2,9 százalékos és 2025-re 1,9 százalékos GDP-arányos deficittel számol. A GDP-arányos államadósság 2023 végére 70 százalék közelébe csökkenhet, majd az előrejelzési horizont végére 66 százalékra süllyed.

Az európai uniós források beérkezéséhez kapcsolódó jelentős bizonytalanság továbbra is fennáll. Az uniós transzfereken felül a Kormány augusztus végén 3,9 milliárd eurónyi kedvezményes helyreállítási hitelt is igényelt.

1-2. keretes írás: A hazai dezinfláció szerkezete

Az idei év januárjában a hazai infláció 25,7 százalékon tetőzött majd azt követően augusztusra 16,4 százalékgig mérséklődött az árindex. A magyar dezinfláció mértéke a 4. legnagyobb volt az Európai Unióban (az Eurostat által alkalmazott HICP statisztika szerint 12 százalékpontos volt az infláció csökkenése hazánkban).

1-4. ábra: A HICP infláció csökkenése január óta az EU-ban (2023. augusztus)

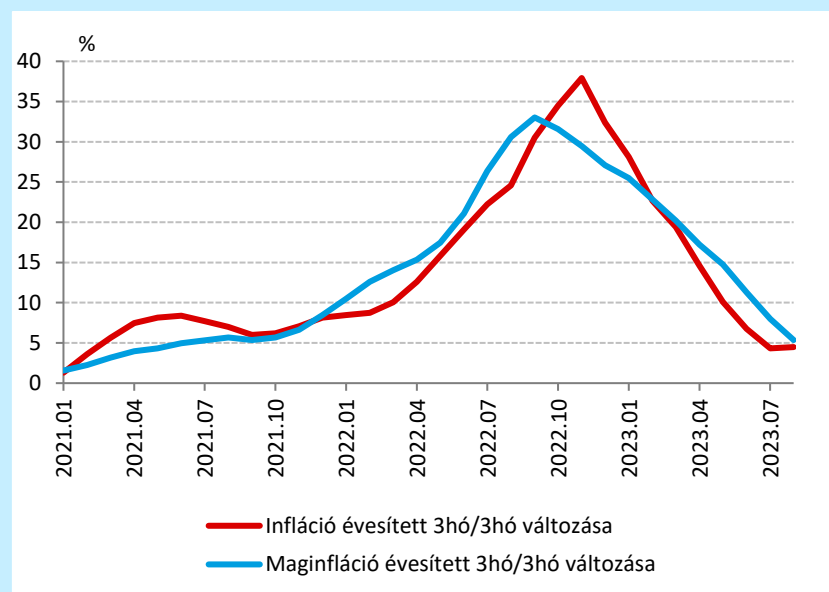


Megjegyzés: HICP adatok alapján.

Forrás: Eurostat.

Az árdinamika számottevő mértékű mérséklődése jól tetten érhető az aktuális átárazási trendeket gyorsabban lekövető rövid bázisú mutatókban. A rövid bázisú indexek alapján az átárazások jelentősen mérséklődtek, augusztusra az infláció évesített három havi árváltozása 4,5 százalékra, a maginfláció esetében 5,4 százalékra csökkent (1-5. ábra). Jelen keretes írásban áttekintjük a hazai dezinfláció mögött meghúzódó okokat és az árdinamika mérséklődésének forrásait. A hazai dezinflációt belső és külső tényezők egyaránt támogatják: a szigorú monetáris politika mellett a tavalyi évhez képest mérsékeltebb nyersanyag- és energiaárak, valamint az erősödő verseny is szerepet játszottak a folyamatban.

1-5. ábra: Az infláció és a maginfláció évesített 3 havi árváltozása

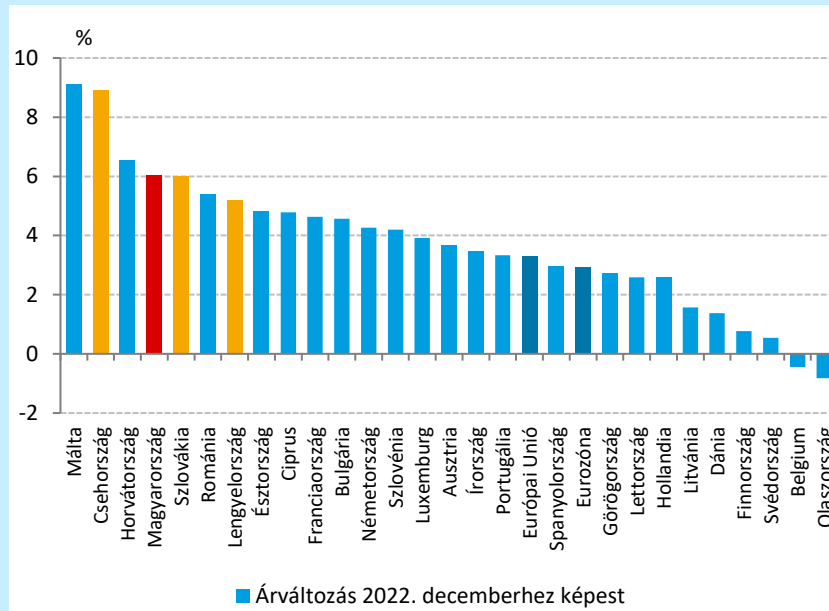


Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB.

Az idei év folyamán történő átárzások mértéke hazánkban megfelelt a régióban megfigyelhető folyamatoknak. Tavalyi év decembere óta a hazai árak 6,0 százalékkal emelkedtek augusztusig, ennél Csehországban (8,9 százalék) magasabb, Szlovákiában azonos mértékű, míg Lengyelországban (5,2 százalék) kisebb mértékű áremelkedés volt megfigyelhető (1-6. ábra).

1-6. ábra: Az előző decemberhez képesti árváltozás alakulása az Európai Unió országaiban (2023. augusztus)

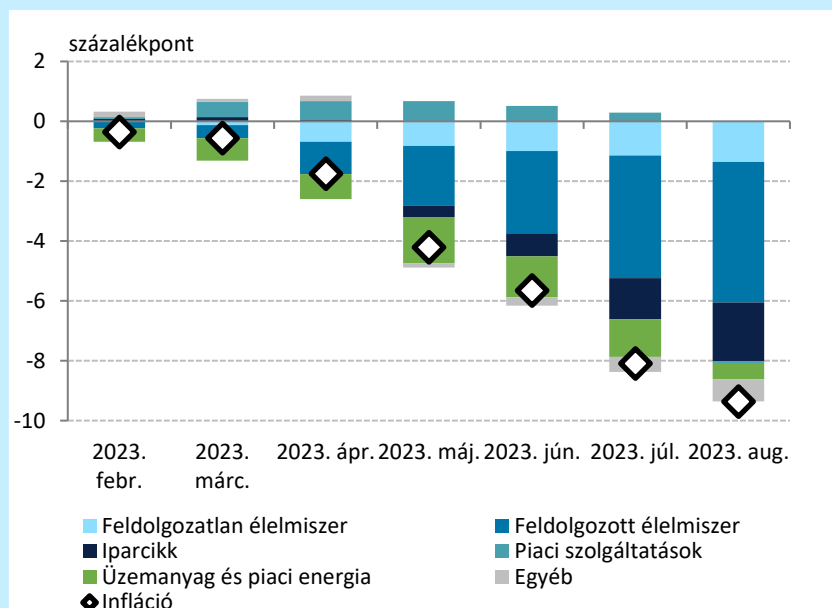


Megjegyzés: HICP adatok alapján.

Forrás: Eurostat.

Az elmúlt hónapokban beérett a monetáris politika dezinflációs hatása. A Magyar Nemzeti Bank a monetáris politikájának 2021 júniusában kezdődő szigorításával nemzetközi összehasonlításban is az elsők között lépett fel az inflációval szemben, 2022 őszén pedig a pénzpiacok stabilizálása érdekében tett eredményes lépéseket. A statisztikák azt mutatják, hogy e lépésekből kifolyólag a KSH által közölt infláció január és augusztus közötti 9,3 százalékpontos csökkenésének több mint 70 százalékát a monetáris politikára és pénzpiaci stabilitásra legérzékenyebb tételek (feldolgozott élelmiszer és ipacikkek) adják (1-7. ábra). A tartós iparcikkek árai február óta nem mutatnak emelkedést és a feldolgozott élelmiszerek árszintje április és július között töretlenül csökkent.

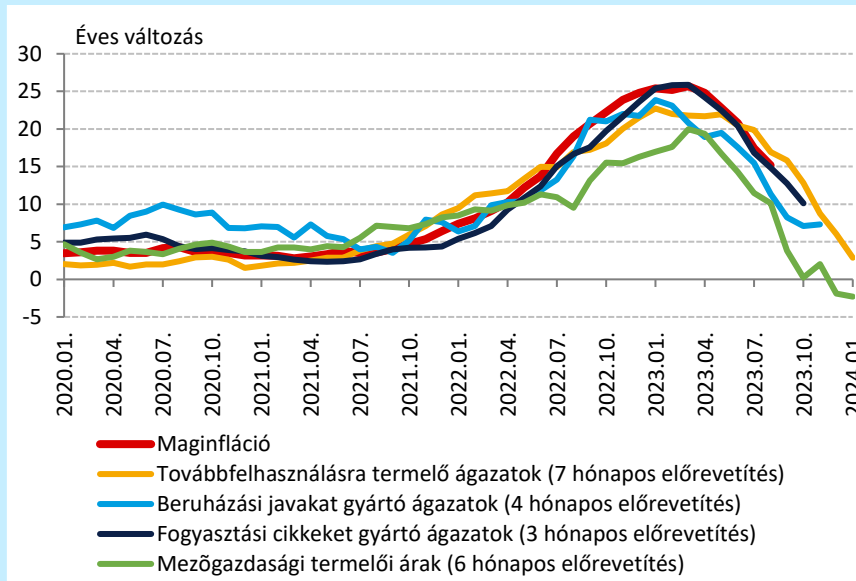
1-7. ábra: Infláció 2023. januári csúcsertékhez képesti változásának dekompozíciója



Forrás: KSH, MNB.

A termelői és fogyasztói árindex mérséklődéséhez hozzájárul a globális nyersanyag-, energia- és élelmiszer alapanyagárak éves alapú csökkenése is. Ezek a külső dezinflációs hatások a hazai áremelkedés lassulását is segítették. A belső termelési költségek alakulását mérő termelői árak növekedési üteme is érdemben csökkent a tavaly októberi csúcshoz képest. A növekedési dinamika lassulása széleskörű volt, az élelmiszeriparban, a feldolgozóiparban, és az energiatermelő ágazatokban egyaránt megfigyelhető az év eleje óta. 2023 február és július között a hazai ipari belföldi értékesítések árszintjében is csökkenést láthattunk. A termelési költségek alakulása az inflációs alapfolyamatokat is befolyásolja, az elmúlt évek tapasztalatai alapján a maginfláció dinamikája 3–6 hónapos késéssel követi a termelői árak alakulását. Ennek fényében a termelői árak lassuló árdinamikája előretételezve is a maginfláció további mérséklődését vetíti előre az év hátralévő részében (1-8. ábra).

1-8. ábra: A termelői árak és a maginfláció késleltetett kapcsolata

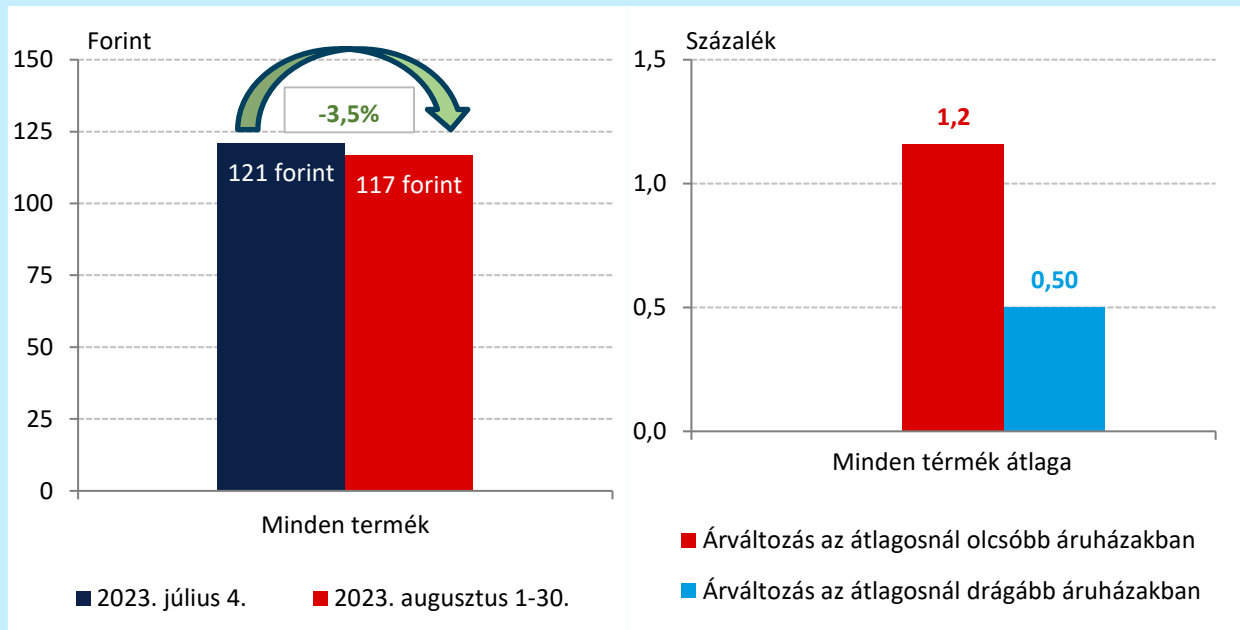


Megjegyzés: A termelői árak idősorai esetén a mezőgazdasági és ipari termelői árak által maginflációra vonatkozó előrejelzés szerepel.

Forrás: KSH, MNB.

A kiskereskedelmi láncok között kiéleződő árverseny is elősegíti az élelmiszerárak növekedési ütemének csökkenését. A feldolgozott élelmiszerek esetében a tavalyi évben és az idei év elején a koronavírus-válságot megelőző időszaknál magasabb árrést tapasztaltunk. Az elmúlt hónapokban azonban már több jel mutat arra, hogy ismét erősödik az árverseny a kiskereskedelmi szektorban, ami hozzájárul az élelmiszer-infláció csökkenéséhez. Az üzleti láncok közötti árkülönbségek csökkentek a nyári hónapokban, továbbá az átlagosnál „drágább” üzletláncokban alacsonyabb áremelkedést figyelhettünk meg (1-9. ábra). Ezek arra engednek következtetni, hogy a kereskedelem magasabb árakkal működő szereplői élénkülő árversennyel szembesülnek és korlátozottan tudnak újabb áremeléseket érvényesíteni.

1-9. ábra: Az élelmiszerárak szórása (bal ábra) és a termékek árváltozása áruháztypusonként (jobb ábra)



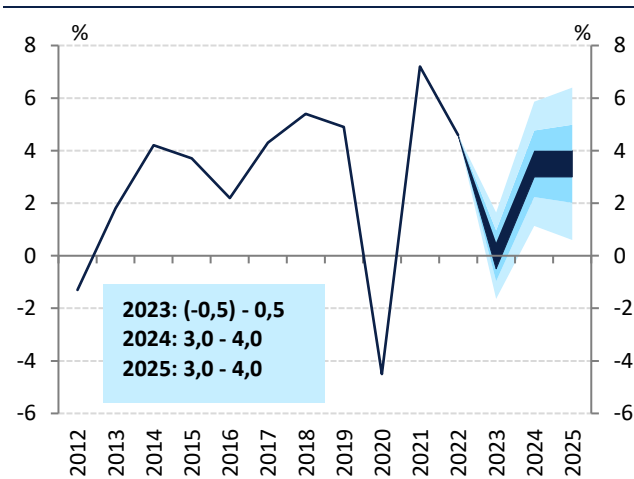
Megjegyzés: 2023. július 4. és 2023. augusztus 1-30. közötti változás. Súlyozatlan átlag és szórás.

Forrás: arfigyelo.gvh.hu, MNB gyűjtés

1.2. Reál gazdasági előrejelzésünk

Az idei évben (-0,5) – 0,5 százalék között alakulhat a GDP változása, majd 2024-ben és 2025-ben egyaránt 3,0 – 4,0 százalékkal bővíthet a hazai gazdaság. A harmadik negyedévben újra megindulhat a növekedés negyedéves bázison, amit egyrészt az infláció mérséklődésével pozitívba forduló reálbérek, másrészt a mezőgazdaság kedvező teljesítménye támogat, majd a negyedik negyedévtől már éves alapon is újra pozitív tartományban alakulhat a GDP változása. A háztartások fogyasztása a csökkenő reáljövedelem miatt összességében mérséklődik az idei évben, a megemelkedett költségek és a bizonytalan kilátások pedig a beruházások visszafogását eredményezik. A nettó export növekedéshez való hozzájárulása az idei év során is pozitív marad az export növekedése és a belső keresleti tételek visszaesése miatt csökkenő import hatására. A 2024. és 2025. évi GDP-növekedés szélesebb bázisúvá válik. A reálbérek újbóli növekedésével a háztartások fogyasztása és a beruházások ismét emelkednek előrejelzésünk szerint. Az élénkülő belső kereslettel összhangban bővül az import is, ugyanakkor a jelenleg folyamatban lévő, FDI-ből megvalósuló beruházások termelőre fordulásának következtében a nettó export a teljes előrejelzési horizonton pozitívan járul hozzá a gazdaság növekedéséhez. A nominális beruházási ráta magas szinten, 26-27 százalék közelében alakulhat az előrejelzési horizonton, azonban emögött erős árhatások is meghúzódnak.

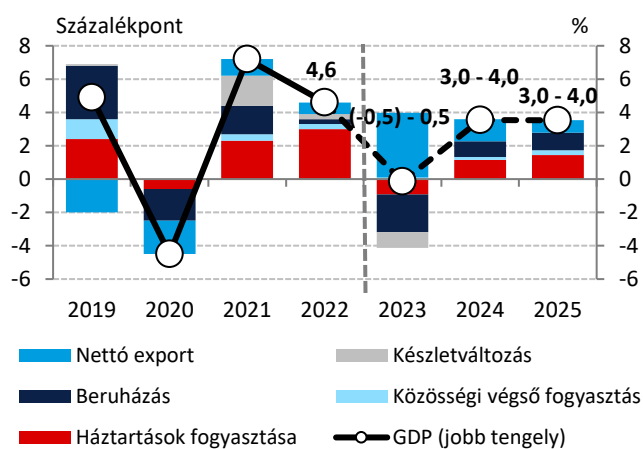
1-10. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

1-11. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése



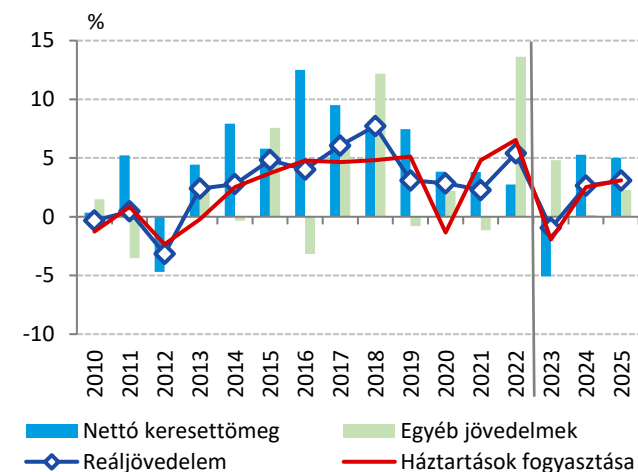
Megjegyzés: A közösségi végső fogyasztás tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transfereket. Forrás: KSH, MNB

2023 második negyedévében a hazai GDP 2,4 százalékkal mérséklődött éves bázison. Negyedéves alapon már az egymást követő negyedik negyedévben csökkent a gazdasági teljesítmény. A gazdaság éves alapú visszaesését mérsékelte termelési oldalról a mezőgazdaság kedvező teljesítménye. A mezőgazdaság hozzáadott értéke 67,9 százalékkal nőtt, így az ágazat 1,7 százalékponttal fékezte a gazdaság visszaesését. A felhasználási oldalon csökkent a háztartások fogyasztása (-3,2 százalék) és jelentősen zsugorodott a bruttó állóeszköz-felhalmozás (-15,6 százalék) éves összevetésben a második negyedévben. A készletváltozás növekedési hozzájárulása az első negyedévet követően a másodikban szintén negatív volt (-2,3 százalékpont). A nettó export volt a gazdaság támasza a második negyedévben, amely 5,4 százalékponttal mérsékelte a gazdasági visszaesést, ugyanakkor ennek egy része a mérséklődő belső keresleti tételek miatt zsugorodó import következménye.

2023-ban (-0,5) – 0,5 százalék közötti tartományban alakulhat a GDP volumenindexe (1-10. ábra). Várakozásaink szerint a harmadik negyedévben éves alapon még stagnálás közelében alakulhat a GDP. Érdemi növekedést a negyedik negyedévtől várunk, amelyhez már a piaci szolgáltatások is hozzájárulhatnak. A harmadik negyedévben a visszafogott növekedést szinte kizárólag a mezőgazdaság kedvező teljesítménye támogatja, majd a negyedik negyedévben egy másik technikai hatás is pozitív fejleményeket hoz: a rezsicsökkentés módosításának időpontja kikerül a bázisidőszakból, így megszűnik a termékadók és támogatások 2022 negyedik negyedéve óta tartó markánsan negatív hozzájárulása.

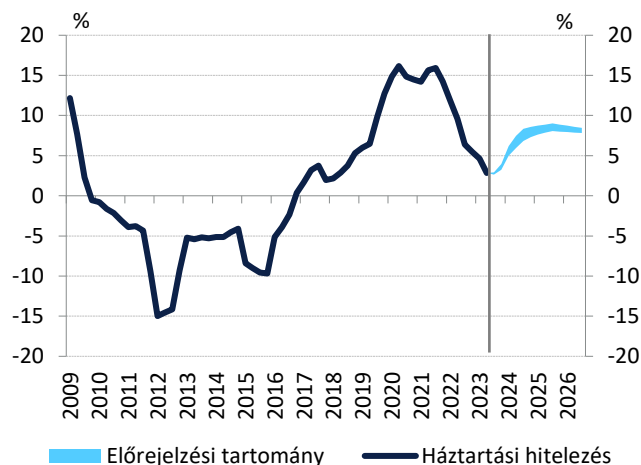
A GDP kilábalását az év második felében is a pozitív nettó export hajtja felhasználási oldalról, míg a belső keresleti tételek fokozatos kilábalása a jövő év elejéig tarthat. Az infláció mérséklődésével párhuzamosan a reálbérek harmadik negyedévben bekövetkező pozitívba váltása szintén segíti a

1-12. ábra: A fogyasztás, valamint a rendelkezésre álló jövedelem tételeinek éves változása



Forrás: KSH, MNB

1-13. ábra: A háztartási szektor hitelállományának éves változása



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

Forrás: MNB

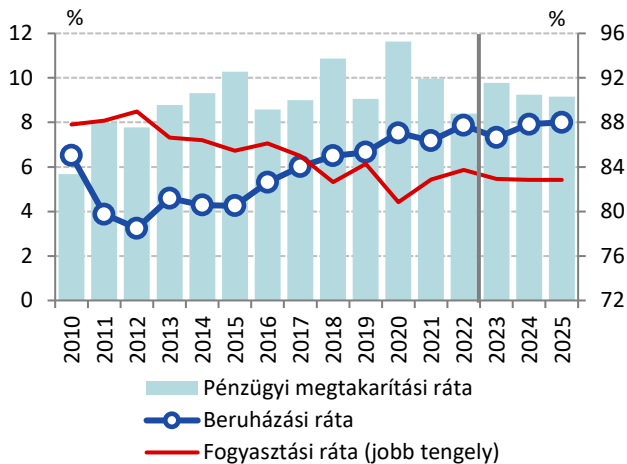
gazdaság év végi dinamizálódását, így negyedéves alapon a harmadik és negyedik negyedévben is növekedést prognosztizálunk. A nettó export növekedési hozzájárulása várakozásaink szerint az idei év hátralévő részében is pozitív lehet. Ugyanakkor az exportpiaci részesedésünk a tavalyi jelentős bővülést követően az idei évtől lassabban emelkedik az előrejelzési horizonton. 2023-ban összességében az éves bázisú fogyasztás mérséklődésére számítunk, összhangban a magas infláció következtében romló jövedelmi folyamatokkal. A beruházások az elsősorban az államhoz köthető projektek visszafogása, a megemelkedett finanszírozási és működési költségek, valamint a bizonytalanság hatására jelentősen mérséklődhetnek 2023-ban. A belső keresleti tételek érdemileg várhatóan a jövő év elejétől kezdve járulhatnak hozzá pozitívan az éves növekedéshez, amely széles bázison nyugodhat majd.

Az idei visszafogott teljesítményt 2024-ben és 2025-ben egyaránt 3,0 – 4,0 százalékos GDP bővülés követheti (1-11. ábra). A gazdasági visszapattanást elősegítik a folyamatosan mérséklődő inflációval párhuzamosan ismételt növekedést mutató lakossági reáljövedelmek, az előrejelzési horizonton magas szinten stabilizálódó foglalkoztatás, valamint a hazánkba áramló külföldi működőtőke (FDI) kedvező hatása is.

2023-ban az éves bázisú fogyasztás mérséklődésére számítunk. A fogyasztás alakulásában a harmadik negyedévben jöhet a fordulópont, amikor a negyedéves dinamika pozitív tartományba kerülhet. A jövedelmi viszonyok romlását a magas infláció okozza, ami a bérek vásárlóerejének csökkenését eredményezi. Az idei évben a háztartások reál értelemben vett rendelkezésre álló jövedelmének mérséklődésére számítunk, mellyel párhuzamosan a fogyasztás is csökken. A jövedelemvisszaesés 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 (1-12. ábra).

A háztartási hitelállomány növekedési üteme a reálgazdasági élénküléssel párhuzamosan év végéig enyhén gyorsulhat. A háztartási hitelezés a 2023 második negyedéves tényadatok tükrében enyhén a korábbi várakozásunk felett alakult. A negyedévben az új szerződés kötések volumene ugyanakkor 47 százalékkal elmaradt az előző év azonos időszakától. A háztartási hitelállomány növekedési ütemét előrekintve támogathatja az élénkülő reálgazdaság, illetve rövid távon a támogatott hitelprogramok 2024-től hatályos leszűkítése miatt várhatóan megjelenő előrehozott kereslet is (1-13. ábra). A háztartási hiteldinamika 2023 év végén 3-4 százalékot

1-14. 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	-8,0	3,6	4,0
Állami beruházás	-14,0	-7,0	1,2
Privát beruházás	-6,6	5,9	4,5
Beruházási ráta	26,7	26,8	27,2

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

érhet el, 2025 év elejétől pedig 8-9 százalék környéki szinten stabilizálódhat az időhorizont végéig.

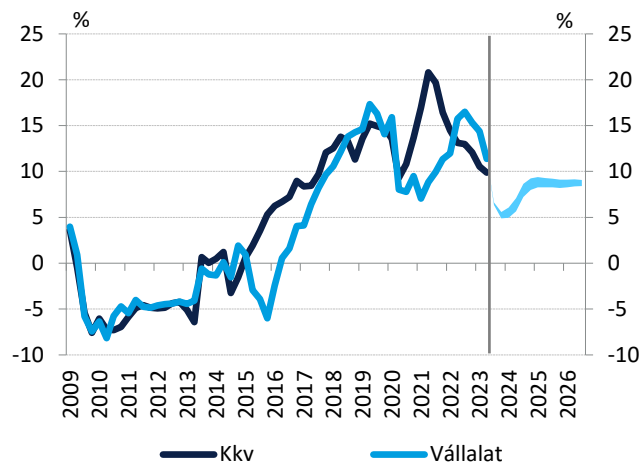
2023 első félévében a reáljövedelem növekedési dinamikája a tavalyi 5,4 százalékról -2,8 százalékra esett éves alapon. A lassulás az idei évben összességében a fogyasztási és a beruházási ráta enyhe mérséklődését eredményezi, miközben a megtakarítási ráta főként az állampapírok, és a befektetési jegyek iránti megnövekedett igény következtében emelkedik. Az előrejelzési horizonton a megtakarítási ráta enyhe mérséklődésére és a beruházási ráta emelkedésére számítunk, miközben a fogyasztási ráta stabil marad (1-14. ábra).

A beruházások mérséklődése 2023-ban a júniusi várakozásaink alatt alakulhat, míg 2024-ben és 2025-ben továbbra is bővülésre számítunk (1-3. táblázat). A 2022-es növekedési ütem 1,2 százalék volt. Az idei évben a csökkenéshez az állami, a vállalati és a háztartási szektor beruházásai is hozzájárulnak, míg 2024-ben már csak az állami szektor beruházásainak csökkenése várható. A nominális beruházási ráta 26-27 százalék közelében alakulhat az előrejelzési horizonton, ez azonban jelentős részben a beruházások drágulásának következménye.

A vállalati beruházások volumene 2023-ban csökkenhet a megnövekedett költségek és a bizonytalanság miatt. A külpiacra termelő ágazatok beruházásai a második negyedévben 3,5 százalékkal bővültek éves bázison, ezen belül a legnagyobb súlyt képviselő feldolgozóipar beruházásai 7,7 százalékkal nőttek. Ugyanakkor a belföldre termelő és szolgáltató szektorban összességében 12,3 százalékos visszaesést regisztráltak az előző év azonos időszakához képest. Összességében az idei évben a vállalati beruházások mérséklődhetnek a megnövekedett finanszírozási és működési költségek, valamint a bizonytalanság miatt. Az elmúlt időszakban újból emelkedtek a vállalatok beruházási várakozásai. 2024-ben és 2025-ben már a vállalati beruházások bővülése várható, összhangban a bejelentett nagyobb feldolgozóipari (például akkumulátorgyártási) beruházások kivitelezésével.

A vállalati hitelállomány növekedési üteme 2023 év végéig lassulhat. A vállalati hitelállomány éves növekedési üteme a 2023 második negyedéves tényadatok tükrében enyhén a korábbi várakozásunk felett alakult. A negyedév során a támogatott hitelprogramok, illetve a növekvő működési és termelési költségek miatt fellépő forgóeszköz-hitel finanszírozási igények támogatták a kétszámjegyű nominális vállalati hiteldinamika fennmaradását (1-15. ábra). Az új vállalati hitelszerződésekben a piaci hitelek aránya érdemben csökkent tavalyi év végéhez képest a Széchenyi Kártyaprogram MAX+ és a Baross Gábor Hitelprogram felfutásával párhuzamosan. Keresleti oldalon a vállalatok forgóeszközhitel igénye a következő időszakban még növekedhet, ugyanakkor

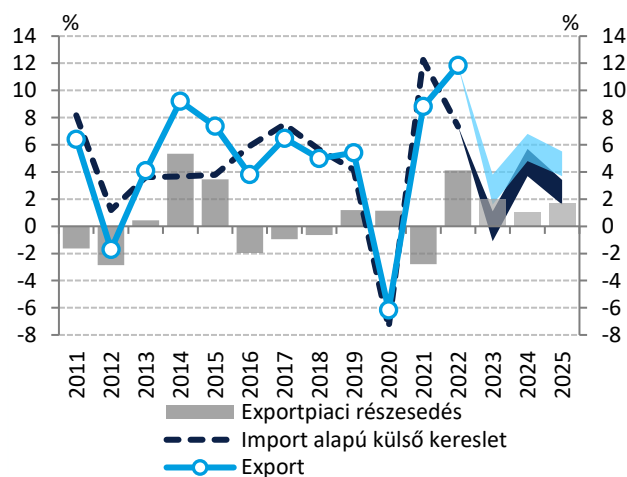
1-15. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



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

1-16. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Exportpiaci részesedés az előrejelzési sáv átlaga alapján.

Forrás: KSH, MNB

becslésünk szerint a bizonytalan környezetben összességében a vállalati hiteldinamika 2023 év végére 5-6 százalékra lassulhat, majd 2024 év végétől 8-9 százalékos szinten stabilizálódhat az időhorizont végéig.

Az állami beruházások volumene 2023-ban és 2024-ben is mérséklődik. A rendelkezésre álló információkkal összhangban az állam által végrehajtott beruházások volumene 2023-ban 14,0 százalékkal, 2024-ben 7,0 százalékkal csökkenhet, míg 2025-ben 1,2 százalékos bővülés várható. A lakossági beruházások esetében 2023-ban jelentős visszaesésre, azt követően bővülésre számítunk. A lakáshitelek kibocsátása a második negyedévben 67 százalékkal maradt el 2022 második negyedévéétől, amely a lakossági beruházások mérséklődésének irányába hat az idei évben.

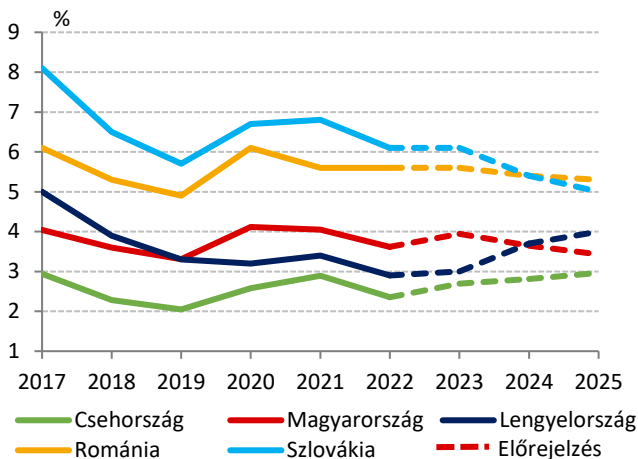
2023-ban a hazai kivitel növekszik, így az import visszaesése mellett a nettó export növekedéshez való hozzájárulása jelentős marad. A kivitel volumene az év első hónapjaiban több termékcsoport esetében visszaesést mutatott, de az áruexport értékének közel 60 százalékát kitevő, a közúti járművek és akkumulátorgyártást is magában foglaló gépek és szállítóeszközök kivitelének növekedése pozitív maradt, így az áruexport az idei második negyedévben is növekedni tudott. A szolgáltatásexport azonban egyedi hatásoknak köszönhetően jelentősen visszaesett, ami az év második felében is visszafoghatja a kivitel bővülését. A hazai export bővülését hosszú távon támogatják az FDI-ből megvalósuló feldolgozóipari beruházások. Ezek jelentős részben az akkumulátorgyártáshoz köthetőek, ahol a tavalyi év során közel 3250 milliárd, míg az idei év első felében közel 1500 milliárd forint értékű zöldmezős beruházást jelentettek be, aminek köszönhetően a teljes FDI beáramlás egyre jelentősebb hányada köthető az akkumulátorgyárak építéséhez. A beruházások lezárultával a várhatóan jelentős részben exportra termelő akkumulátorgyárak a külső konjunktúrát övező zavarok ellenére a kivitel hosszú távú bővülését segítik.

A második negyedévben az import a belső keresleti tételek, elsősorban a hazai beruházások előzetes várakozásokat jelentősen meghaladó visszaesésével összhangban jelentősen csökkent. A behozatal visszaesése várhatóan a harmadik negyedéveben is megmarad, azonban a külső konjunktúra és a hazai gazdasági aktivitás év végére várható dinamizálódásával párhuzamosan az import az év utolsó negyedévében kis mértékben bővíthet. Ugyanakkor a nettó export a kivitel lassulása mellett 2023-ban is pozitívan járulhat hozzá a hazai növekedéshez, míg az exportpiaci részesedésünk bővülése 2022-es jelentős növekedés után az idei és a 2024-es évben lassul, majd 2025-től kis mértékben újra gyorsul (1-16. ábra).

1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

A munkaerő-kereslet továbbra is erős, a gazdasági teljesítmény második felévre várt élénkülése nyomán a foglalkoztatás növekedésére számítunk 2023 egészében, míg 2024-ben enyhébb ütemben emelkedik majd a foglalkoztatottak száma. A versenyszféra létszáma várhatóan 0,8 – 1,0 százalékos között nő 2023-ban, majd 0,2 – 0,7 százalékos között 2024-ben és 0,0 – 0,6 százalékkal 2025-ben. A munkanélküliségi ráta 3,9-4,0 százalékon alakulhat az idei évben, 3,5 – 3,8 százalékon jövőre és 3,1 – 3,8 százalékos között 2025-ben. A 2023. eleji bérdinamikát a minimálbér év eleji jelentős emelése, az inflációs várakozások és a munkaerőpiac historikusan magas feszessége határozta meg, míg az infláció erősödő ütemű csökkenése és a reálbérek ennek köszönhető növekedése visszafogottabb bérdinamikát eredményez az év második felében. A versenyszférában idén az átlagbérek 15,6 – 15,9 százalékos közötti növekedésére számítunk.

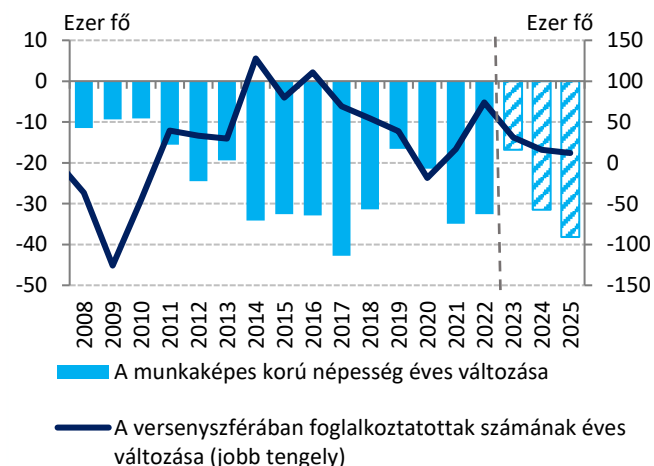
1-17. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása



Megjegyzés: A Magyarországra vonatkozó adatok az előrejelzési sáv közepe alapján. Csehország esetén 15-64 éves korosztály.

Forrás: Eurostat, KSH, MNB, CNB, NBP, NBS, IMF

1-18. ábra: A munkaképes korú népesség és a versenyszférában foglalkoztatottak számának éves változása



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

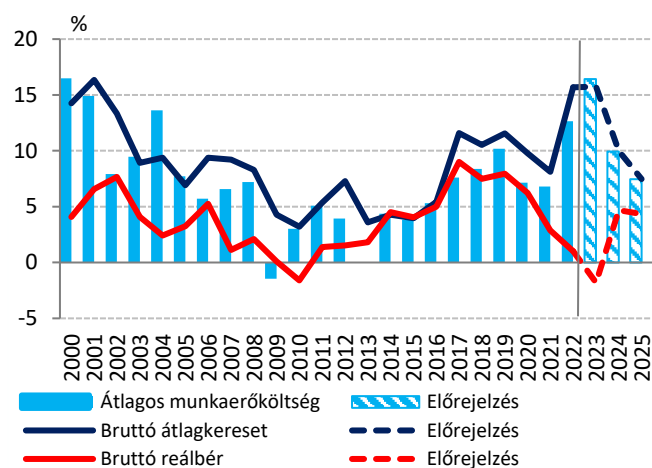
Forrás: Eurostat, KSH, MNB

A munkaerő-kereslet továbbra is erős. A munkaerőpiac feszessége megközelíti a válság előtti legmagasabb értékeket, és az újonnan kiírt üres álláshelyek száma a második negyedévben tovább emelkedett. A gazdasági teljesítmény lassulása szektoronként és vállalati létszám kategóriák szerint eltérő hatást gyakorolt a munkakeresletre az elmúlt negyedévekben. Az ESI foglalkoztatási kilátásokat monitorozó augusztusi felmérése alapján a kiemelt ágazatok közül a kereskedelemben és az egyéb szolgáltatások területén vannak többségben azok a vállalatok, amelyek létszámuk bővülését várják a közeljövőben, míg a feldolgozóiparban és az építőiparban a vállalatok nagyobb része foglalkoztatottjaik számának csökkenésére számít a következő három hónapban.

A gazdasági teljesítmény második felévre várt élénkülése nyomán a munkanélküliek számának fokozatos csökkenésére számítunk a második féltől kezdődően. A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma 2023 második negyedévében historikus csúcsára emelkedett, miközben a munkaerőpiaci aktivitás is trendszerűen nőtt 2020 közepe óta. A szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 2023 második negyedévében 4,0 százalékon alakult, ami enyhe növekedést jelent az előző negyedévhez képest, de nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsony. Előrejelzésünk szerint a munkanélküliségi ráta a konjunktúra élénkülésével összhangban fokozatosan csökken az év további részében és 2024 folyamán, míg a járvány előtti szintjének elérésére 2025-ben számítunk. Aktuális előrejelzésünk szerint a munkanélküliségi ráta 3,9 – 4,0 százalékon alakulhat az idei évben, majd 3,5 – 3,8 százalékos között lehet 2024-ben és a 3,1 – 3,8 százalékos sávban alakulhat 2025-ben (1-17. ábra).

A versenyszféra létszáma előrejelzésünk szerint 0,8–1,0 százalékkal emelkedik az idei évben. A munkaerőpiac feszessége és a foglalkoztatottság nem reagált érdemben a gazdasági teljesítménynek az elmúlt negyedévekben tapasztalt csökkenésére. A gazdasági teljesítmény élénkülésének hatására a foglalkoztatottak számának további, enyhe növekedésére számítunk az év hátralévő

1-19. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása



Megjegyzés: Az előrejelzési sáv közepe alapján.

Forrás: KSH, MNB

résében. Előrejelzésünk szerint a versenyszférában foglalkoztatottak száma várhatóan 0,8 – 1,0 százalékkal változik 2023-ban, majd 2024-ben 0,2 – 0,7 százalék között, 2025-ben pedig 0,0 – 0,6 százalék között növekedhet (1-18. ábra).

A nominális bérdinamika az év egészében a tavalyihoz hasonló magas szinten alakul. A bérdinamika az idei év első, illetve második felében eltérő dinamikát mutat. Az első félévben a munkaerőpiac feszessége mellett a minimálbér és a garantált bérminimum év eleji jelentős mértékű emelése és az inflációs várakozások határozták meg a bérek alakulását. A minimálbér-emelés már az első negyedévben beépült a bérindexbe, míg a vállalati átbérezések egy része áthúzódott a második negyedévre. Az év első felében a magasabb bérdinamikát támogatták a historikus átlagnál nagyobb arányú prémiumkifizetések is. Az infláció fokozódó mértékű csökkenése és a reálbérek ezzel egyidejű, újbóli pozitív tartományba fordulása a második félévben mérséklőleg hat a bérek emelkedésére, és ellensúlyozza az első két negyedév magasabb bérdinamikáját. Előrejelzésünk szerint 2023-ban az éves bérnövekedés 15,6 – 15,9 százalékon, 2024-ben 9,5 – 10,5 százalék között, míg 2025-ben 6,9 – 8,1 százalék között alakulhat a versenyszférában (1-19. 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)							
Maginfláció	15,7	17,7 - 19,6	18,1 - 18,6	4,6 - 7,0	4,4 - 6,8	3,0 - 3,5	3,0 - 3,5
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	15,6	17,7 - 19,6	18,1 - 18,6	4,6 - 7,0	4,4 - 6,8	3,0 - 3,5	3,0 - 3,5
Infláció	14,5	16,5 - 18,5	17,6 - 18,1	3,5 - 5,5	4,0 - 6,0	2,5 - 3,5	2,5 - 3,5
Gazdasági növekedés							
Háztartások fogyasztási kiadása	6,5	(-2,1) - (-1,3)	(-2,0) - (-1,8)	2,2 - 3,2	2,1 - 2,9	2,6 - 3,6	2,6 - 3,6
Közösségi végső fogyasztás ¹	0,9	0,0 - 1,8	0,2 - 0,6	0,7 - 1,9	0,2 - 1,4	0,9 - 2,0	0,9 - 2,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	1,2	(-5,9) - (-3,0)	(-8,5) - (-7,5)	2,7 - 5,6	2,1 - 5,1	2,6 - 5,5	2,6 - 5,5
Belföldi felhasználás	3,9	(-2,7) - (-1,5)	(-4,0) - (-3,8)	2,1 - 3,3	1,8 - 2,8	2,3 - 3,5	2,3 - 3,5
Export	11,8	3,8 - 6,1	1,6 - 2,2	5,2 - 7,2	4,8 - 6,8	3,7 - 5,4	3,7 - 5,4
Import	11,1	0,6 - 2,8	(-2,6) - (-2,0)	3,5 - 5,7	3,3 - 5,5	2,7 - 4,7	2,7 - 4,7
GDP	4,6	0,0 - 1,5	(-0,5) - 0,5	3,5 - 4,5	3,0 - 4,0	3,0 - 4,0	3,0 - 4,0
Munkatermelékenység ²	2,8	0,7 - 1,3	(-0,3) - (0,0)	3,1 - 4,4	2,7 - 3,8	2,4 - 3,8	2,4 - 3,8
Külső egyensúly³							
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-8,1	(-2,8) - (-1,8)	(-1,1) - (-0,1)	(-0,8) - (0,4)	0,4 - 1,6	0,2 - 1,6	1,1 - 2,5
Külső finanszírozási képesség	-6,0	(-0,4) - 0,6	1,1 - 2,1	1,2 - 2,4	2,1 - 3,3	1,8 - 3,2	2,7 - 4,1
Államháztartás³							
ESA-egyenleg	-6,2	-3,9	-5,2	-2,9	-2,9	-1,9	-1,9
Munkaerőpiac							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	17,4	12,7 - 13,4	13,4 - 13,7	9,7 - 10,9	10,0 - 11,2	7,4 - 8,7	7,4 - 8,7
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,3	0,1 - 0,4	0,5 - 0,6	(-0,2) - 0,4	(-0,1) - 0,5	(-0,1) - 0,6	(-0,1) - 0,6
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁴	15,7	14,7 - 15,5	15,6 - 15,9	9,1 - 10,1	9,5 - 10,5	6,9 - 8,1	6,9 - 8,1
Versenyszféra foglalkoztatottság	2,1	0,4 - 0,7	0,8 - 1,0	0,2 - 0,7	0,2 - 0,7	0,0 - 0,6	0,0 - 0,6
Munkanélküliségi ráta	3,6	3,6 - 3,7	3,9 - 4,0	3,1 - 3,6	3,5 - 3,8	2,9 - 3,7	3,1 - 3,8
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	9,9	13,3 - 14,6	15,2 - 15,7	4,7 - 6,3	5,1 - 6,6	4,1 - 5,9	4,1 - 5,9
Lakossági reáljövedelem ⁵	5,4	(-1,3) - (-0,5)	(-1,0) - (-0,8)	2,3 - 3,5	2,1 - 3,1	2,5 - 3,7	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 A GDP arányában.

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. szeptember)	17,6 - 18,1	4,0 - 6,0	2,5 - 3,5
Consensus Economics (2023. szeptember) ¹	16,9 - 17,8 - 18,7	3,9 - 5,4 - 7,0	
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. szeptember) ¹	17,5 - 17,9 - 18,1	3,9 - 5,5 - 7,0	3,3 - 4,0 - 5,7
GDP (éves növekedés, %)			
MNB (2023. szeptember)	(-0,5) - 0,5	3,0 - 4,0	3,0 - 4,0
Consensus Economics (2023. szeptember) ¹	(-1,1) - (-0,4) - 0,2	1,0 - 2,5 - 3,2	
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. szeptember) ¹	(-1,0) - (-0,5) - 0,0	2,5 - 3,0 - 4,4	2,9 - 3,4 - 4,3
Folyó fizetési mérleg egyenlege³			
MNB (2023. szeptember)	(-1,1) - (-0,1)	0,4 - 1,6	1,1 - 2,5
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. szeptember)	-5,2	-2,9	-1,9
Consensus Economics (2023. szeptember) ¹	(-6,5) - (-4,7) - (-3,9)	(-4,3) - (-3,5) - (-2,6)	
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. szeptember) ¹	(-5,0) - (-4,5) - (-3,9)	(-4,0) - (-3,5) - (-3,0)	(-3,3) - (-2,9) - (-2,5)
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2023. szeptember)	(-0,3) - 0,9	2,0 - 2,9	1,9 - 2,7
EKB (2023. szeptember)	0,7	1,0	1,5
Consensus Economics (2023. szeptember) ¹	0,7	1,4	
Európai Bizottság (2023. szeptember) ²	0,4	1,3	
IMF (2023. július) ²	0,6	1,6	2,3
OECD (2023. szeptember) ²	0,6	1,4	

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.

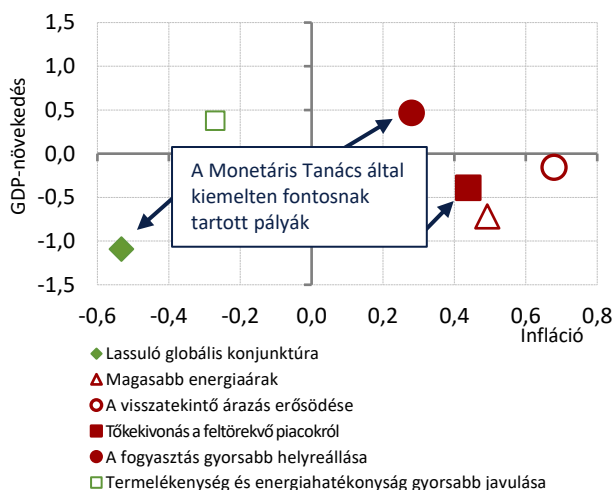
³ A GDP arányában.

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

2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács kockázati értékelése alapján az alappályát kétirányú inflációs és növekedési kockázatok övezik. A fogyasztás gyorsabb helyreállása az alappályához képest magasabb, míg a lassuló globális konjunktúra és a feltörekvő piacokról történő esetleges tőke kivonás alacsonyabb gazdasági növekedés irányába mutat. Utóbbi forgatókönyv, valamint a belső kereslet gyors visszapattanásával növekvő árazási mozgástér emelheti az inflációt az alappályához képest, míg a lassuló globális konjunktúra általánosan alacsonyabb inflációs környezetet okozhat. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scénárióként a magasabb energiaárakat valószínűsítő, a visszatekintő árazás erősödését feltételező, 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 horizonton egészében átlagosan mennyiben különbözik az alappályától. A piros színnel jelzett pálya az alappályánál szigorúbb, a zöld színnel jelzett pályák lazább monetáris politikai kondíciókkal konzisztensek.

Forrás: MNB

Lassuló globális konjunktúra

2023 második negyedében tovább lassult a GDP-növekedés az eurozónában. Az euroövezetben 0,5, az Európai Unióban 0,4, az Egyesült Államokban 2,6, Kínában pedig 6,3 százalékos gazdasági növekedést regisztráltak éves bázison. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország gazdasága 0,1 százalékkal zsugorodott. Negyedéves alapon 14 tagállamban nőtt, Németországban és Portugáliában stagnált, míg Magyarország mellett 10 további tagállamban mérséklődött a gazdasági teljesítmény.

A 2023-ra vonatkozó növekedési várakozások vegyesen alakultak. A Bloomberg elemzői várakozásai szerint 2023-ban a világgazdaság a júniusban várt 2,6 százalékkal szemben 2,7 százalékkal növekedhet. Az Európai Unió bővülési üteme az elemzők véleménye szerint változatlanul 0,7 százalék lehet. Az USA-ra vonatkozó növekedési várakozások 2,0 százalékra emelkedtek, míg Kínában alacsonyabb, 5,1 százalékos növekedést várnak.

A globális gazdasági kilátásokat továbbra is kettősség jellemzi. Az idei év egészét tekintve a fejlett országokban 2,7 százalékról várhatóan 1,5 százalékra lassul a kibocsátás növekedési üteme, míg a feltörekvő országok esetében a tavalyihoz hasonló, 4,0 százalékos növekedés várható az IMF World Economic Outlook júliusi előrejelzése alapján. Az európai energiaválság enyhülése a kontinens konjunktúrakilátásainak javulását vetíti előre. Ugyanakkor a folytatódó orosz-ukrán háború és az elhúzódóan magas inflációs környezet lefelé mutató növekedési kockázatokat okoz.

A lassuló globális konjunktúrával számoló kockázati forgatókönyv megvalósulása esetén az alappályához képest mérsékeltebben alakul a globális növekedés. A globális gazdaság, azon belül is kiemelten Kína lassulása rontja a német exportszektor növekedési kilátásait. A fejlett gazdaságok gazdasági teljesítményének lassulása, valamint a

stagnáló német növekedés a külső kereslet mérséklődésén keresztül rontja a hazai exportteljesítményt, így a GDP-növekedés lassulásának irányába hat. Mindezek mellett az alappályához képest alacsonyabb inflációs pálya valósul meg.

Tőkekivonás a feltörekvő piacokról

Az elmúlt hónapokat tekintve elsősorban a globálisan meghatározó jegybankok monetáris politikai lépéseivel kapcsolatos várakozások és a beérkezett makrogazdasági adatok alakították a globális befektetői hangulatot. Ennek megfelelően eleinte javult, majd romlott a pénzügyi hangulat. A kockázati indikátorok összességében mérséklődtek, azonban az időszak végén enyhén emelkedtek. A bizalmi indikátorok alakulása szintén a befektetői hangulat romlását mutatja.

A Federal Reserve (Fed) és az Európai Központi Bank (EKB) folytatta a monetáris szigorítást, miközben a lengyel jegybank 75 bázisponttal csökkentette az irányadó rátát. A Fed júliusban 25 bázisponttal emelte az irányadó ráta célszámját, az EKB júniusban, augusztusban és szeptemberben is 25 bázispontos szigorítást hajtott végre. A Fed és az EKB a következő ülései alkalmával adatvezérelt módon fog dönteni. A piaci árazások és a döntéshozói nyilatkozatok alapján a két jegybank közeledik a kamatemelési ciklusának végéhez.

Az inflációs fordulat mind az USA-ban, mind az eurozónában végbement, ugyanakkor a maginflációs mutatók elhúzódnak a dezinflációra utalnak, ami mindkét jegybank esetén tartósan magas kamatszintet vetít előre. Alternatív pályánkban magasabb globális inflációval számolunk. Ennek következtében a meghatározó jegybankok monetáris politikája tartósan szigorú marad, így a hazai monetáris kondíciók relatív értelemben lazábbá válnak. Ebben a környezetben, az országspecifikus sérülékenységi szempontok (infláció, költségvetési hiány) figyelembevételével, az alappályához képest tartósabban és erőteljesebben megemelkedhet a kockázatkerülés a feltörekvő piacokkal, így hazánkkal szemben. Ennek eredményeként jelentős tőkekiáramlás és az infláció további emelkedése következhet be.

A fogyasztás gyorsabb helyreállása

2023 első felében a magas inflációs környezet miatt csökkenő reálbérek, valamint az óvatossá váló fogyasztói döntések következtében csökkent a fogyasztás. Előretekintve a munkaerőpiaci folyamatok robusztussága és a reálbérek pályája mellett a fogyasztói bizalom alakulása meghatározza a hazai fogyasztás élénkülésének dinamikáját.

Hazánkban a munkaerőpiac továbbra is historikusan feszes. A Munkaerő-felmérés (MEF) adatai alapján 2023 május-júliusi időszakban a foglalkoztatottak átlagos létszáma 4 millió 728 ezer főt tett ki, így a nemzetgazdasági foglalkoztatottság 29 ezer fővel nőtt az előző év azonos időszakához képest. Május-július átlagában az elsődleges munkaerőpiacon foglalkoztatottak száma 22 ezer fővel, a külföldi telephelyen dolgozók száma 14 ezer fővel emelkedett, míg a közfoglalkoztatottak száma 7 ezer fővel csökkent éves alapon.

A kedvező munkaerőpiaci folyamatok jó alapot biztosítanak a fogyasztás gyors helyreállításához. Az alappálya szerint előretekintve a munkaerőpiac stabil marad és a csökkenő inflációval párhuzamosan emelkedő reálbérek által lassan élénkülhet a hazai fogyasztás.

Alternatív pályánkban arra számítunk, hogy a csökkenő infláció mellett javul a fogyasztói bizalom, ami a hazai fogyasztás gyorsabb élénkülését eredményezi. Az élénkülő fogyasztás az alappályához képest magasabb növekedési és inflációs pályával konzisztens.

További kockázatok

A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács három további alternatív pályát mérlegelt.

A magasabb energiaárakról szóló alternatív forgatókönyv globális kínálati problémákat és elhúzódó háborús környezetet valószínűsít, amelynek hatására hazánk külső egyensúlyi helyzete az alappályánál kedvezőtlenebbül alakul. A nyersanyagpiaci zavarok és az irányába mutató kockázatok realizálódása felfelé mutató nyomást helyez a globális inflációra. Az alternatív pálya megvalósulása esetén így a külső inflációs környezet a vártnál magasabban alakul, ami begyűrűzik a hazai árakba.

A visszatekintő árazás erősödését feltételező kockázati forgatókönyv szerint a másodkörös inflációs hatások kialakulásának kockázata realizálódik, ami által nő az infláció perzisztenciája. Ennek elsődleges kiváltó oka lehet, ha a vállalatok árazási döntéseiben felerősödnek a visszatekintő elemek, ami jelentős másodkörös inflációs hatást okozna a gazdaságban. A forgatókönyv megvalósulása az alappályánál magasabb infláció irányába mutat.

A termelékenység és energiahatékonyság gyorsabb javulását feltételező kockázati 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 versenyképesség, 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 konzisztens.

3. Makrogazdasági helyzetértékelés

3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

A második negyedévben az Európai Unió gazdaságaiban tovább lassult a növekedés. A folytatódó dezinfláció mellett a tagországok nagyobb részében mérséklődtek a reálbérek és jelentősen visszaesett a lakossági fogyasztás. A csökkenő gazdasági aktivitás ellenére a munkaerőpiac feszes maradt az EU-ban. Az Egyesült Államok gazdaságának bővülése meghaladta a várakozásokat, míg Kínáé az ingatlanpiaci válság és a visszaeső export következtében elmaradt az előzetes várakozásoktól. A nemzetközi konjunktúra – és különösképpen az európai gazdasági kilátások – alakulására továbbra is jelentős kockázatot jelent a folytatódó orosz-ukrán háború és az általánosan növekvő geopolitikai feszültség. Az Egyesült Államokban a Federal Reserve szeptemberben szinten tartotta az irányadó ráta célsávját, miután júliusban tovább szigorította a monetáris kondíciókat. A Fed emellett folytatta a 2022 júniusában megkezdett mérlegszűkítését. Az EKB szeptemberben tovább emelte a kamatokat, azonban jelezte, hogy az irányadó ráták elérték a kellően restriktív szintet. A jegybank emellett júliustól leállította az APP program keretében vásárolt, lejáró értékpapírok újrabefektetését. A régióban a lengyel jegybank szeptemberben 75 bázisponttal 6,00 százalékra csökkentette az irányadó rátáját, míg a cseh és a román jegybank szinten tartotta az alapkamatot.

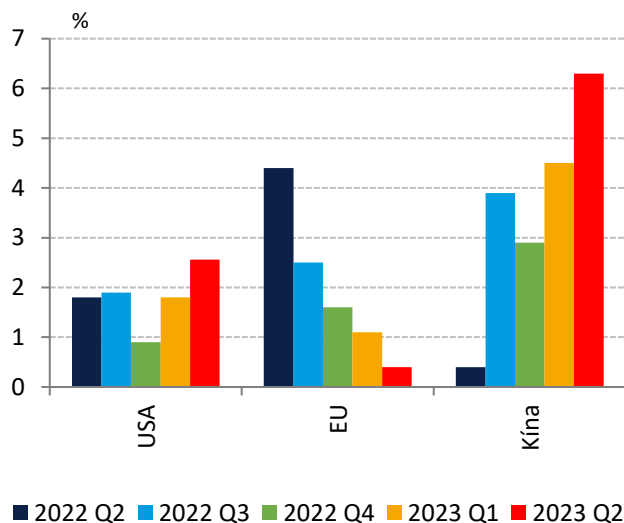
3.1.1. A nemzetközi konjunktúra alakulása

2023 második negyedévében az EU-ban tovább lassult a gazdasági növekedés üteme (3-1. ábra). Az európai gazdaságok teljesítménye az előzetes várakozásokhoz képest vegyesen alakult, 2023 második negyedévében az EU gazdasága szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján 0,4, míg az eurozónáé 0,5 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. Az Európai Unió 27 országa közül negyedéves alapon 10 tagországban csökkent a GDP. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország kibocsátása 2023 második negyedévében 0,1 százalékkal mérséklődött éves bázison. A régiós országok közül Csehországban (-0,4 százalék) és Lengyelországban (-1,4 százalék) csökkent, míg Szlovákiában (+1,3 százalék) nőtt a GDP az előző év azonos időszakához viszonyítva.

Az USA-ban éves alapon gyorsult a kibocsátás bővülése, a növekedés az előzetes várakozások felett alakult. Az Egyesült Államok gazdasága 2,6 százalékkal emelkedett éves bázison, ami a tavalyi év első negyedéve óta a legmagasabb növekedés, míg negyedéves bázison 0,5 százalékos bővülést mértek. A növekedést támogatta a második negyedévben is kedvezően alakuló háztartási fogyasztás és a jelentős kormányzati programok hatására bővülő vállalati beruházás.

Kína a második negyedévben a vártnál lassabban növekedett, ami a korlátozó intézkedések feloldása utáni fellendülés megtorpanását jelzi. Kínában az elmúlt negyedévet jelentősen meghaladó, 6,3 százalékos éves növekedést regisztráltak, míg negyedéves alapon 0,8 százalékkal bővült a kibocsátás. A bejövő adatok alapján azonban az év második felében lassulás várható, júliusban és augusztusban az ipari termelés éves alapú növekedési üteme jelentősen alacsonyabb volt, mint a második negyedévben,

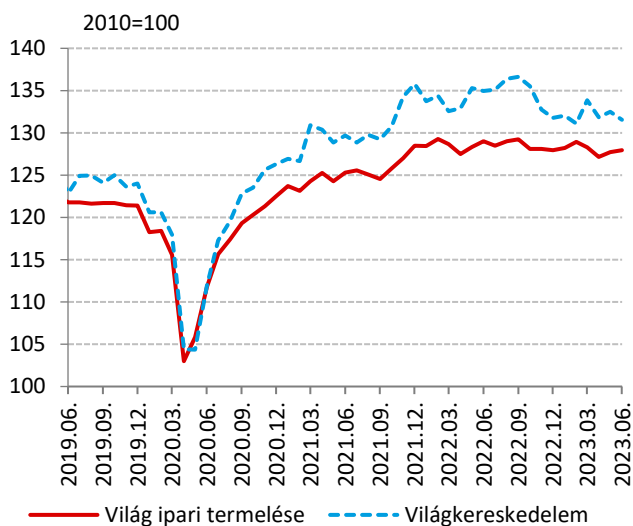
3-1. ábra: A GDP növekedése a világ meghatározó gazdaságaiban



Megjegyzés: Az EU esetében szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok alapján számolt érték szerepel.

Forrás: Trading Economics, FRED, Eurostat

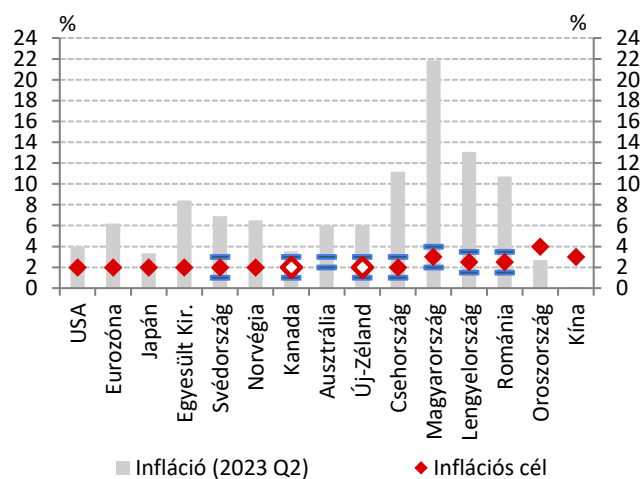
3-2. ábra: A világ ipari termelésének és a világkereskedelemnek az alakulása



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 export pedig április óta visszaesést mutat. Az elhúzó ingatlanság miatt az ingatlanpiaci beruházások az idei év során jelentősen csökkentek éves összevetésben.

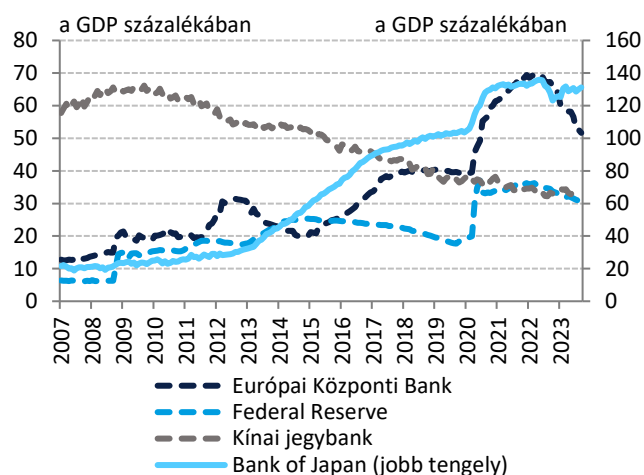
A nemzetközi konjunktúra alakulásának szempontjából továbbra is jelentős kockázatot jelent a kínai gazdaságot övező bizonytalanság, a folytatódó orosz-ukrán háború és az általánosan növekvő geopolitikai feszültség. A második negyedévben a globális ipari termelés stagnált, míg a kereskedelem kis mértékben visszaesett és a tavalyi év szintje alatt alakult annak ellenére, hogy az ellátási láncok normalizálódtak, valamint a világpiaci nyersanyagárak is érdemben csökkentek a tavalyi szintjükhöz képest (3-2. ábra). Az elmúlt hónapokban az infláció mérséklődése és a kedvező munkaerőpiaci helyzet is támogatta a globális konjunktúrát. Ugyanakkor a korábbinál magasabb kamatpályák, a jelentősen visszaeső reálbérek és a csökkenő lakossági fogyasztás, a kínai növekedés várható lassulása, valamint az elhúzó orosz-ukrán háború továbbra is kockázatot jelentenek, így a globális és európai növekedési kilátások a júniusi előrejelzéshez képest érdemben nem változtak. A nemzetközi konjunktúraindexek alapján a fogyasztói bizalom az EU gazdaságaiban továbbra is rendkívül alacsony szinten áll, az üzleti hangulat pedig romlott. A beszerzési menedzser indexek a szolgáltatászektorban visszaestek, az ipari kilátások pedig a globális új rendelések visszaesésével továbbra is pesszimisták a második negyedévben.

3.1.2. Nemzetközi monetáris politikai, inflációs és pénzügyi folyamatok

A globális infláció mérséklődött az elmúlt hónapokban, a maginfláció azonban csak kismértékben csökkent. A fejlett gazdaságok többségében az inflációs ráta továbbra is érdemben meghaladja a jegybanki célértékeket (3-3. ábra). A Fed szeptemberben szinten tartotta az irányadó ráta célsávját, miután júliusban tovább szigorította a monetáris kondíciókat. Az EKB szeptemberben tovább emelte a kamatokat, azonban jelezte, hogy az irányadó ráták elérték a kellően restriktív szintet. A régióban a lengyel jegybank szeptemberben 75 bázisponttal 6,00 százalékra csökkentette az irányadó rátáját, míg a cseh és a román jegybank szinten tartotta az alapkamatot.

Az Egyesült Államokban emelkedett az infláció, a maginfláció azonban fokozatosan mérséklődött. A CPI inflációs mutató a júniusi 3,0 százalékról júliusban 3,2 százalékra, majd augusztusban 3,7 százalékra emelkedett. Ezzel párhuzamosan a maginfláció a júniusi 4,8 százalékról júliusban 4,7 százalékra, majd augusztusban 4,3 százalékra mérséklődött. A PCE inflációs mutató a májusi 3,8 százalékról júniusban 3,0 százalékra csökkent, majd júliusban 3,3

3-4. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban



Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

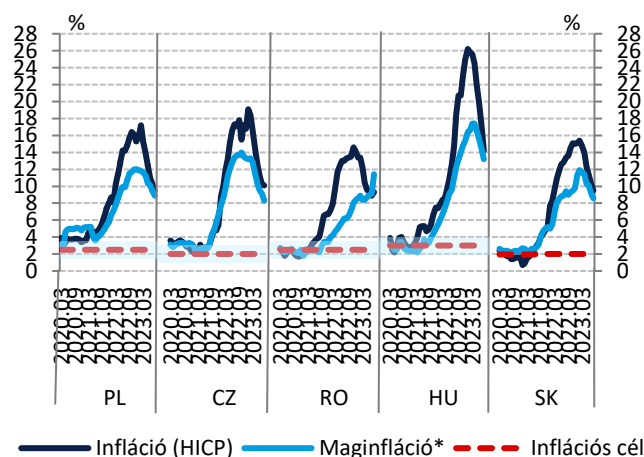
százalékra emelkedett. Az infláció szerkezetét tekintve, jelenleg a szolgáltatások hozzájárulása a legmagasabb. Az év második felében a bázishatások nem támogatják az éves alapú infláció csökkenését.

Az Egyesült Államokban a Federal Reserve változatlanul tartotta az irányadó ráta célszámát szeptemberben, miután júliusban 25 bázisponttal 5,25-5,50 százalékra emelte azt. A szeptemberi döntést követően Jerome Powell, a Fed elnöke elmondta, hogy továbbra is adatfüggő módon folytatják a szigorítás ütemét. A kamatok jelenlegi szinten tartása további időt enged a döntéshozóknak, hogy értékeljék a beérkező adatokat. Jelenleg a döntéshozók még egy, 25 bázispontos kamatemelést várnak az idei év folyamán. A 2023. márciusban kialakult pénzügyi turbulencia miatt bevezetett likviditásnyújtó intézkedések következtében átmenetileg 300 milliárd dollárral növekedett, majd ismét fokozatosan csökkent a Fed mérlegfőösszege, amely 2023. szeptemberben 8151 milliárd dolláron, a GDP 30,4 százalékán alakult (3-4. ábra).

Az euroövezetben az infláció a júniusi 5,5 százalékos szintjéről júliusban 5,3 százalékra, augusztusban pedig 5,2 százalékra csökkent. A maginfláció júliusban változatlanul, 5,5 százalékos szinten alakult, majd augusztusban 5,3 százalékra csökkent. A jegybank szeptemberi előrejelzése alapján 2023-ban 5,6 százalékon, 2024-ben 3,2 százalékon, 2025-ben pedig 2,1 százalékon alakulhat az éves infláció, ami az előző előrejelzéssel összevetésben idénre és jövőre magasabb, míg 2025-re a korábbinál némileg alacsonyabb inflációt vetít előre.

Az EKB folytatta kamatemelési ciklusát, valamint júliustól leállította az APP program keretében vásárolt, lejáró értékpapírok újrabefektetését. A jegybank júliusi és szeptemberi kamatdöntő ülésén 25-25 bázisponttal emelte az irányadó rátákat. Az EKB úgy látja, hogy az irányadó ráták elérték a kellően restriktív szintet. Az EKB szeptemberi döntését azzal indokolta, hogy az infláció bár tovább csökken, de előretekintve továbbra is túl sokáig marad emelkedett szinten. A jegybank korábban arról is döntött, hogy a kötelező tartalékokra fizetett kamatot 0 százalékban határozza meg, 2023. szeptember 20-i hatállyal. Christine Lagarde, az EKB elnöke a szeptemberi kamatdöntő ülést követően elmondta, hogy a jegybank a beérkező adatok fényében fogja meghatározni a restriktivitás megfelelő szintjét és idejét. Emellett a jegybankelnök jelezte, hogy nem tervezik az eszközvásárlási programok keretében vásárolt értékpapírok aktív eladását. 2023. júliustól megszűnt az APP program keretében vásárolt eszközök újrabefektetése, így gyorsult az eszközállomány leépülése. A PEPP program keretében vásárolt, lejáró értékpapírokat legalább 2024

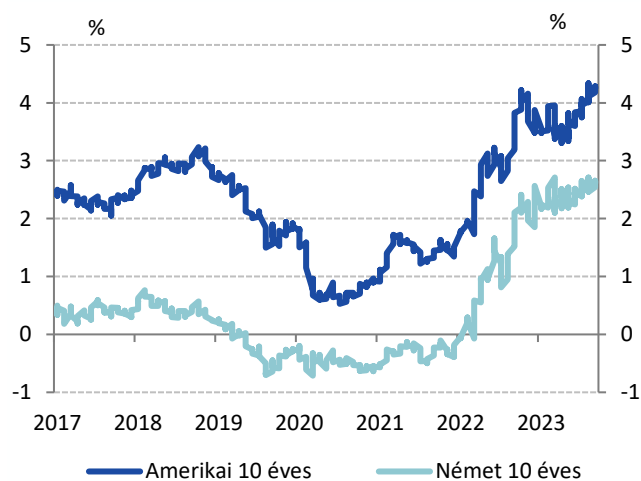
3-5. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban



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

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



Forrás: Bloomberg

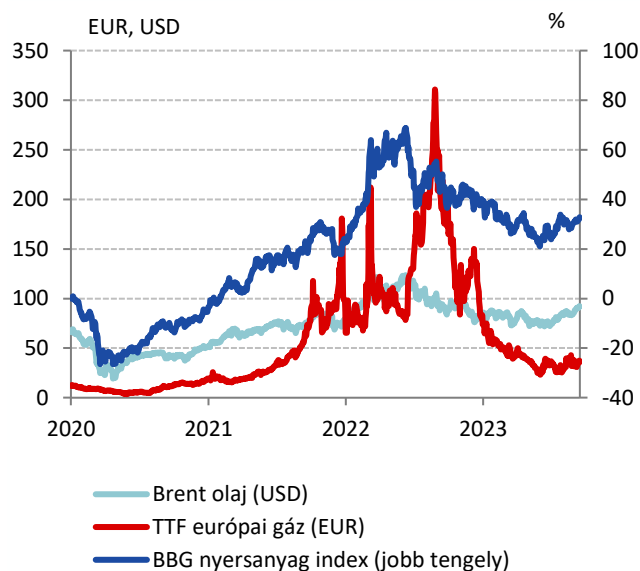
végéig újrabefekteti a jegybank. Az EKB mérlegfőösszege 2023. szeptemberben 7153 milliárd eurón, a GDP 51,7 százalékán alakult (3-4. ábra).

A japán jegybank nem változtatott a többlettartalékokra vonatkozó -0,1 százalékos kamaton az elmúlt negyedévben, azonban a júliusi kamatdöntő ülésén módosított hozamgörbe-kontroll politikáján. A jegybank ugyan nem változtatott a 10 éves állampapírpiaci hozamra vonatkozó, 0 százalékos hozamcél körüli ± 50 bázispontos toleranciasávon, azonban míg eddig a jegybank a napi vásárlásai során 0,5 százalékos fix kamattal fogadott be ajánlatokat, addig a döntés értelmében júliustól 1,0 százalékon vásárolt értékpapírokat. Ezzel a 10 éves japán államkötvény hozamok 50 bázispont fölé emelkedtek. A jegybank mindaddig folytatja mennyiségi és minőségi lazítási programját (QQE), ameddig az infláció stabilan el nem éri a 2 százalékos célt. A jegybank a júliusi kamatdöntő ülés óta két rendkívüli kötvényvásárlást is tartott, a hozamok túlzott emelkedésének megakadályozása érdekében. Az infláció júniusban és júliusban 3,3 százalékon alakult, majd augusztusban 3,2 százalékra csökkent. A jegybank GDP arányos mérlegfőösszege 2023. szeptemberben 131,2 százalékán alakult (3-4. ábra).

A kínai jegybank szeptemberben nem változtatott a középtávú hiteleszköz 2,5, illetve az egy- és ötéves referencia hitelkamatok 3,45 és 4,20 százalékos szintjén, azonban a jegybank az elmúlt negyedévben több kamatcsökkentést is végrehajtott. 15 bázisponttal 2,50 százalékra csökkentette a középtávú hiteleszköz kamatlábát augusztusban, miután júliusban változatlan szinten tartotta azt. A 18 legnagyobb kínai kereskedelmi bank, júniusban és augusztusban összesen 20 bázisponttal 3,45 százalékra mérsékelte az egyéves referencia hitelkamatlábak szintjét. Az ötéves hitelkamatláb 10 bázisponttal 4,20 százalékra csökkent júniusban. Továbbá, a jegybank a vártnál erősebb árfolyam-referenciaértékek meghatározása révén kívánja ellensúlyozni a renminbi dollárral szembeni, elmúlt időszakban tapasztalt leértékelődését. Az infláció a júniusi 0,0 százalékos szintjéről júliusban -0,3 százalékra csökkent, majd augusztusban 0,1 százalékra emelkedett. A jegybank mérlegfőösszege, augusztusban GDP 33,7 százalékán alakult.

A lengyel jegybank szeptemberben 75 bázisponttal 6,00 százalékra csökkentette az irányadó rátáját, miután tavaly szeptember óta 6,75 százalékon tartotta azt. Előretekintve, a jegybank a további lépésekről a beérkező inflációs és gazdasági aktivitási adatok alapján fog dönteni. Az infláció a júniusi 11,5 százalékról júliusban 10,8 százalékra, majd augusztusban 10,1 százalékra mérséklődött. A harmonizált fogyasztóiár-index 9,5 százalék volt augusztusban (3-5. ábra).

3-7. ábra: Nyersanyagárak alakulása



Forrás: Bloomberg

A cseh jegybank változatlan szinten, 7,0 százalékon tartotta az alapkamatot. A jegybank augusztusi kamatdöntő ülése után kiadott közleménye szerint a jövőbeli monetáris politikai lépések a beérkező információktól és az előrejelzés megvalósulásától függenek. A közlemény szerint a cseh jegybank 2022 októbere óta nem interveniált a devizapiacra a korona leértékelődésének megakadályozása érdekében, így a jegybanki tanács az augusztusi ülésen hivatalosan lezárta a 2022 májusában bejelentett intervenciókat. Aleš Michl, a cseh jegybank elnöke a döntést követő sajtótájékoztatóján elmondta, hogy a kamatcsökkentéssel kapcsolatos vita az inflációs kockázatok miatt augusztusban nem volt napirenden, ennek lehetőségét legkorábban ősszel vitathatják meg. Az infláció a júniusi 9,7 százalékról júliusban 8,8 százalékra, majd augusztusban 8,5 százalékra mérséklődött. A harmonizált fogyasztóiár-index augusztusban 10,1 százalék volt (3-5. ábra).

A román jegybank változatlan szinten, 7,0 százalékon tartotta az irányadó rátát. Az infláció a júniusi 10,3 százalékról júliusban 9,4 százalékra mérséklődött, majd augusztusban is ezen a szinten alakult. A harmonizált fogyasztóiár-index augusztusban 9,3 százalék volt (3-5. ábra). Mugur Isarescu, a román jegybank elnöke, augusztusban elmondta, hogy kizártnak tartja az idei kamatcsökkentést. A döntéshozók addig nem vitatják meg a kamatcsökkentés lehetőségét, amíg nincsenek egyértelmű jelei az infláció csökkenésének. Isarescu szerint, az árnyomás és a bizonytalanságok továbbra is fennállnak. A jegybank augusztusi előrejelzésében az idei év végére várt infláció szintjét 7,1 százalékról 7,5 százalékra, míg a 2024 év végére várt infláció szintjét 4,2 százalékról 4,4 százalékra emelte. Az előrejelzési horizont végén az infláció továbbra is a jegybanki célérték felett marad.

A pénz- és tőkepiaci hangulat összességében romlott. A június óta eltelt időszak során elsősorban a meghatározó jegybankok kamatpolitikájával kapcsolatos várakozások, a beérkező makrogazdasági adatok, valamint az egyes országokban kialakuló piaci turbulenciák okozta romló kockázatvállalási kedv állt a piaci fókuszban. A befektetői hangulatot a mérséklődő, de továbbra is magasan alakuló globális inflációs környezet határozza meg. A fejlett gazdaságokban az elsődleges inflációs mutatók már jelentős enyhülést jeleztek az elmúlt hónapokban, a maginfláció is enyhén mérséklődött. A pozitív képet ugyanakkor árnyalja, hogy a globálisan fennálló, felfelé mutató inflációs kockázatok még nem kerültek ki teljesen a rendszerből, így az inflációs cél feletti szintek tartós fennmaradását eredményezhetik.

A piaci hangulatra negatívan hatott, az Egyesült Államok adóbesorolásának a leminősítése, a kínai gazdaság lassulása, valamint az ukrajnai orosz invázió jelentette állandósult bizonytalanság. Az elmúlt hónapok során a beérkező makrogazdasági adatok összességében enyhén felülmúlták a piaci várakozásokat, és ugyan az inflációs adatok erősen a defláció irányába mutattak kérdéses a további inflációs pálya alakulása, ami szintén kedvezőtlenül hatott a globális pénzügyi hangulatra.

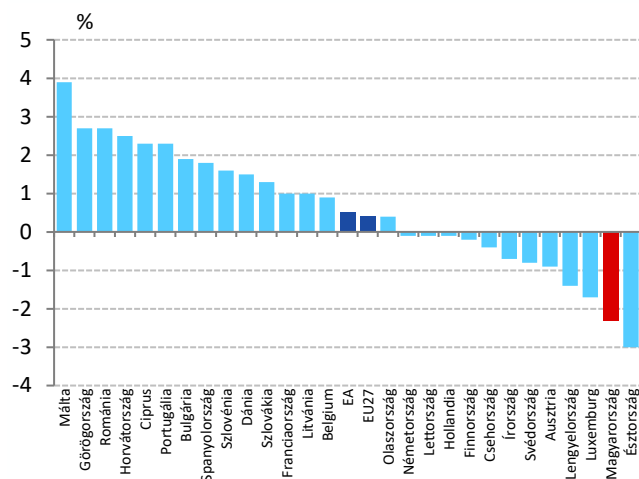
Az elmúlt időszakban az olajárak jelentősen emelkedtek, miközben az energiaárak jellemzően csökkentek, az európai gáz ára pedig néhány felszúrást leszámítva oldalazott. (3-7. ábra) Az elmúlt negyedévben összességében a korábbiakhoz hasonlóan negatív hangulat érvényesült a pénzpiacokon, ami meglátszik a kockázati mutatók esetében is, amelyek többször is jelentősen megugrottak az időszak során. A pénzpiaci volatilitás jelenleg a nyár eleji szintekhez hasonló intervallumban mozog, de az augusztusi tetőzés megközelítette a márciusi lokális csúcspontot. A fejlett részvényindexek Amerikában 1,5 százalékkal emelkedtek, míg Európában és Ázsiában átlagosan majdnem 2 százalékkal kerültek lejjebb, ugyanúgy, mint a feltörekvő gazdaságokat tömörítő index. A dollár fejlett devizákkal szembeni árfolyama vegyesen alakult, így az euróhoz képest nem változott, a svájci frankhoz és az angol fonthoz képest 1,9, illetve 0,2 százalékkal gyengült. A japán jennel szemben 1,0, míg a kanadai dollárral szemben 2,2 százalékkal erősödött. A fejlett piaci hosszú kötvényhozamok emelkedtek, az amerikai és a japán 10 éves hozam közel 30 bázisponttal került magasabbra, míg a német 10 bázisponttal emelkedett (3-6. ábra). A feltörekvő piaci kötvényhozamok eltérően alakultak, a régió hosszú hozamai közül a lengyel 15 bázisponttal csökkent, míg a magyar, a cseh és a román hozamok 10-20 bázisponttal emelkedtek.

A kamatemelési ciklus végére érhetnek a fejlett jegybankok a piaci árazások szerint. A legutóbbi üléseken a várakozásoknak megfelelően nem változtatta az irányadó kamatcél-sávját a Fed, ugyanakkor a piaci árazások alapján a kamatok tartósan a jelenlegi szinten maradhatnak, és a lazítás leghamarabb májusban kezdődhet meg. Az EKB esetében is tartósan változatlan kamatszintre számítanak a piaci szereplők, a kamatpálya csúcspontja továbbra is 4 százalék körül van.

3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése

2023 második negyedévében csökkent a magyar gazdaság teljesítménye, a bruttó hazai termék éves bázison 2,4 százalékkal, negyedéves alapon 0,3 százalékkal esett vissza. A termelés oldali folyamatokat tekintve egyedül a mezőgazdaság (+1,7 százalékpont) hozzájárulása volt pozitív az éves bázisú volumenindexhez, míg az iparé (-1,0 százalékpont), az építőiparé (-0,3 százalékpont) és a szolgáltatásoké (-1,5 százalékpont) negatívan alakult. Felhasználási oldalon a magas infláció következtében csökkenő reálbérek visszavetették a háztartások fogyasztását (-1,5 százalékpont), emellett a bruttó állóeszköz-felhalmozás (-4,8 százalékpont) és a készletváltozás (-2,3 százalékpont) is mélyítették a gazdaság visszaesését. A közösségi végső fogyasztás (+0,8 százalékpont) és a nettó export (+5,4 százalékpont) viszont tompították azt.

3-8. ábra: A GDP éves változása 2023. második negyedévben az Európai Unió országaiban



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok.

Forrás: Eurostat

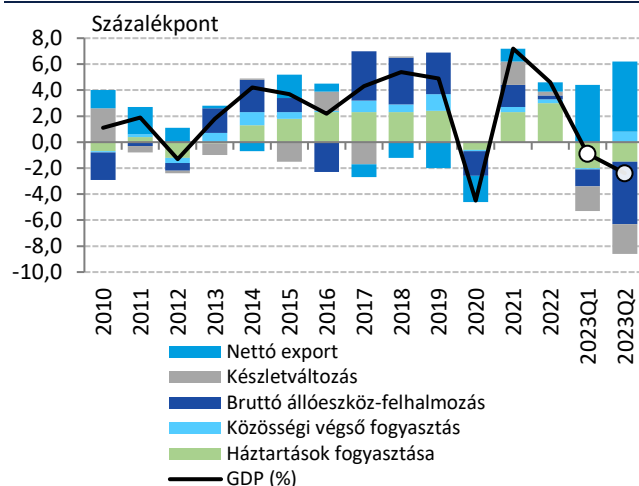
2023 második negyedévében csökkent a magyar gazdaság teljesítménye, a bruttó hazai termék 2,4 százalékkal mérséklődött éves alapon a nyers adatok szerint. A nemzetközi összevetéshez használt szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján az előző év azonos időszakához képest 2,3 százalékkal, az előző negyedévhez képest pedig 0,3 százalékkal csökkent a GDP. Az eurozóna gazdasága 0,5, míg az Európai Unióé 0,4 százalékkal bővült éves bázison. Az Európai Unióhoz viszonyított növekedési különbségünk negatívan alakult, ugyanis a hazai növekedési ütem 2,7 százalékponttal alacsonyabb volt, mint az uniós átlag (3-8. ábra).

A csökkenő reálbérek következtében a háztartások fogyasztási kiadásai 3,2 százalékkal mérséklődtek a második negyedévben az előző év azonos időszakához viszonyítva. A hazai fogyasztási kiadások volumene a nem tartós termékek esetében 9,0, a féltartós termékek esetében 4,2 százalékkal csökkent, míg a tartós termékek és szolgáltatások körében 0,1, illetve 0,7 százalékkal növekedett. A közösségi fogyasztás 0,3 százalékkal csökkent éves alapon. A kormányzattól kapott természetbeni társadalmi juttatások 4,0 százalékkal, a nonprofit szektortól kapott természetbeni társadalmi juttatások 0,5 százalékkal növekedtek az előző év azonos időszakához képest.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás 15,6 százalékkal mérséklődött éves bázison. Az építési beruházások volumene jelentősen csökkent, míg a gép- és berendezésberuházások volumene növekedett. A beruházási ráta folyó áron mért négy negyedéves gördülőátlaga a második negyedévben 27,4 százalékon alakult. A 2015-ös fix áron számolt ráta azonban 23,6 százalékra mérséklődött. **A készletváltozás növekedési hozzájárulása érdemben negatívan alakult** (-2,3 százalékpont).

Az export volumene (+0,2 százalék) növekedett, az importé azonban csökkent (-5,6 százalék). Az áruexport 1,8 százalékkal nőtt, míg a szolgáltatások exportja 6,2 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. **A nettó export összességében 5,4 százalékponttal**

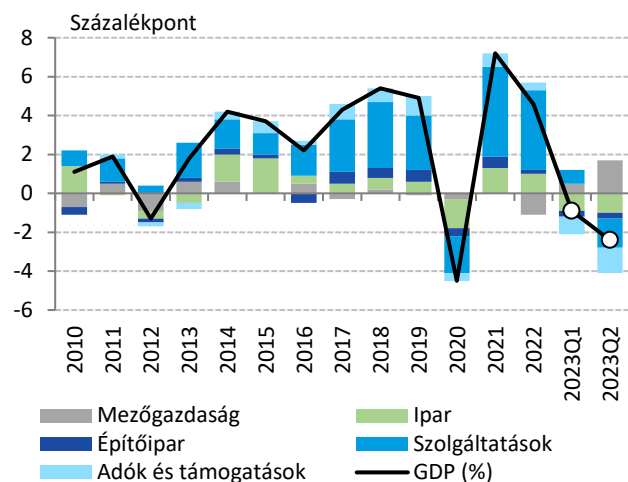
3-9. ábra: A GDP éves változásának felhasználás oldali dekompozíciója



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.

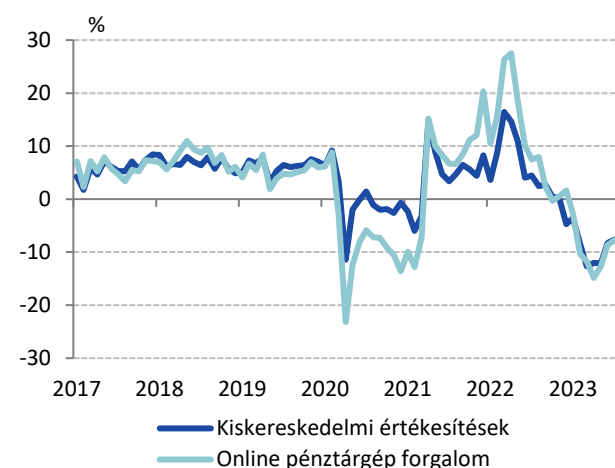
Forrás: KSH, MNB

3-10. ábra: A GDP éves változásának termelés oldali dekompozíciója



Forrás: KSH

3-11. 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

tompította GDP csökkenését a második negyedévben. (3-9 ábra).

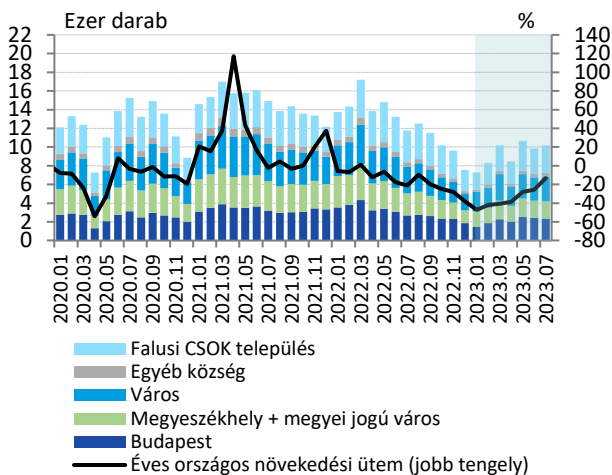
Az ipar teljesítménye 5,7, a feldolgozóiparé 4,0 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához mérten. A feldolgozóipari ágazatok közül a legnagyobb mértékben a vegyi anyag és vegyi termék gyártása járult hozzá a csökkenéshez, míg a közúti jármű, illetve a villamos berendezés gyártása fékezte leginkább az ipar mérséklődését. Az ipari teljesítmény szűküléséhez jelentősen hozzájárult az energiaipar visszaesése is. **Az építőipar kibocsátása 6,0 százalékkal csökkent.**

A mezőgazdaság teljesítménye a tavalyi alacsony bázishoz képest 67,9 százalékkal növekedett éves alapon.

A szolgáltatások hozzáadott-értékének volumene együttesen 2,4 százalékkal csökkent. A nagy súlyú kereskedelem (-11,1 százalék), a szállítás, raktározás (-6,2 százalék), a szakmai, tudományos, műszaki, adminisztratív tevékenység (-2,9 százalék) és a művészet, szórakoztatás, szabadidő, egyéb szolgáltatás teljesítménye (-1,4 százalék) csökkent. A többi piaci szolgáltatás közül növekedni tudott az információ, kommunikáció (+2,6 százalék), a pénzügyi, biztosítási tevékenységek (+1,9 százalék), az államhoz köthető szolgáltatások (közigazgatás, védelem, kötelező társadalombiztosítás; oktatás; humán-egészségügyi, szociális ellátás: +1,4 százalék) és az ingatlanügyletek (+0,5 százalék) is (3-10. ábra).

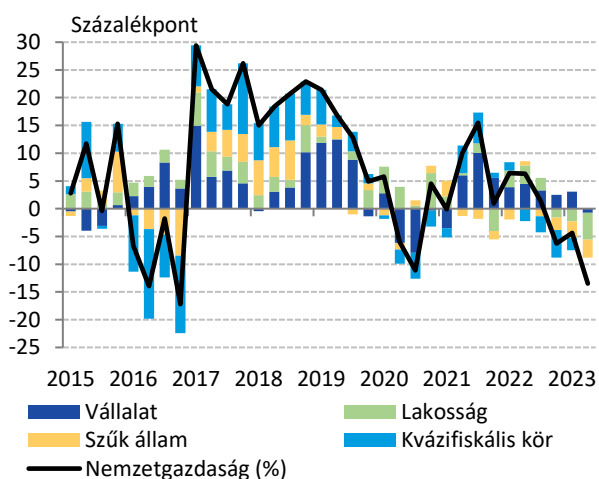
2023 második negyedévében tovább mérséklődött a kiskereskedelmi forgalom éves növekedési üteme (3-11. ábra). 2023. júliusban a kiskereskedelmi értékesítések volumene 7,6 százalékkal csökkent éves összevetésben a szezonálisan és naptárhatástól megtisztított adatok alapján, ezzel nyolc hónapja tart a csökkenés éves bázison a kiskereskedelemben. A NAV online pénztárgépek forgalma nominálisan 9,9 százalékkal nőtt, míg az inflációval korrigált forgalom 7,7 százalékkal csökkent júliusban éves összevetésben a szezonálisan és naptárhatással igazított adatok szerint. Ez az adat abban tér el a kiskereskedelmi forgalomtól, hogy tartalmazza például a vendéglátás, a taxiszolgáltatás és a szálláshelyszolgáltatások egy részének forgalmát is.

A második negyedévben a háztartási hitelpiacon az új szerződéskötések volumene éves összevetésben csökkent. A teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállományának éves növekedési üteme előző negyedévhez képest 1,8 százalékponttal lassulva 2,8 százalékot ért el június végén. A hitelintézetek által 2023. második negyedévben szerződött lakáshitelek volumene az előző év azonos időszakától 67 százalékkal maradt el, míg a

3-12. 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 becslült piaci részesedése alapján.

Forrás: Lakáspiaci közvetítők adatbázis, MNB, NAV

3-13. ábra: A beruházások éves változásának felbontása


Forrás: KSH, MNB

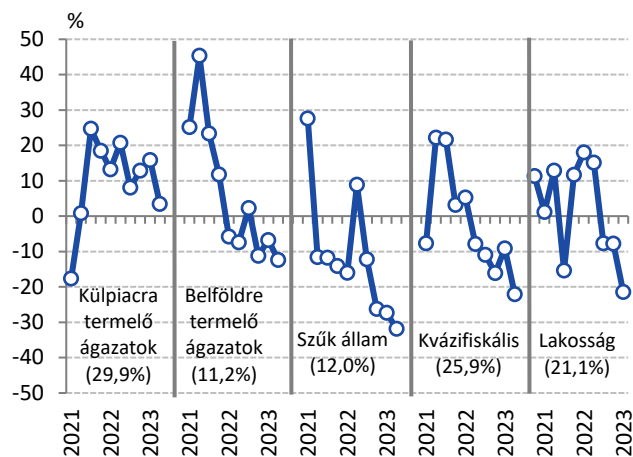
személyi hitelek kibocsátása 10 százalékkal volt alacsonyabb. Negyedéves összevetésben – részben szezonális okok miatt – a lakáshitelek volumene 23, a személyi hitelek kibocsátása 26 százalékos bővülést mutatott. A második negyedévben 58 milliárd forint értékben kötöttek a fiatal házaspárok babaváró hitelszerződéseket, mely érték 52 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakától. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a lakáshitelek esetében a bankok nettó értelemben vett 15 százaléka számolt be további keresletcsökkenésről a második negyedévre vonatkozóan, míg a fogyasztási hitelek piacán 91 százalékos keresletnövekedést tapasztalt.

Továbbra is alacsony szinten maradt a lakáspiaci tranzakciók száma. 2023 második negyedévében becslésünk szerint a falusi CSOK-ra jogosult településeken 29,2 százalékkal, Budapesten 28,2 százalékkal, a megyei jogú városokban 34,8 százalékkal, a többi városban 31,2 százalékkal, az egyéb községekben pedig 34,7 százalékkal csökkent a tranzakciók száma éves összevetésben. Országos szinten a második negyedévben így összesen 29,0 ezret tehetett ki a lakáspiaci adásvételszám, ami 30,8 százalékos elmaradást jelent az előző év azonos időszaki 41,9 ezres tranzakciószámától. Az adásvételek második negyedévi száma utoljára 2013-ban, a lakáspiaci ciklusforduló idején volt ennél alacsonyabb. 2023. júliusban sem volt tapasztalható a lakáspiaci aktivitás érdemi bővülése havi alapon. Az MNB lakásárindex alapján 2023 első negyedévében országosan 1,2 százalékkal, ezen belül a fővárosban 1,6 százalékkal, a vidéki városokban 4,0 százalékkal emelkedtek a lakásárak negyedéves alapon nominális értelemben, a községekben viszont 3,4 százalékos csökkenés volt megfigyelhető, így ezen településkategóriában már három negyedéve folyamatos mérséklődés látszik az lakásárakban. Előzetes adatok alapján 2023 második negyedévében országosan 1,5 százalékkal nőhetnek a lakásárak negyedéves alapon (3-12. ábra).

A nemzetgazdasági beruházások 2023 második negyedévében 13,5 százalékkal csökkentek az előző év azonos időszakához viszonyítva. A visszaesés mértéke nagyobb volt az előző negyedévi 4,4 százalékos éves bázisú mérséklődéshez képest. A gép- és berendezésberuházások 4,0 százalékkal bővültek, míg az építési beruházások jelentősen, 24,2 százalékkal mérséklődtek éves bázison a második negyedévben (3-13. ábra).

A leginkább külföldre termelő ágazatok beruházásai emelkedtek, míg a főleg belföldön tevékenykedő ágazatok beruházásai visszaestek. A külföldre termelő ágazatok

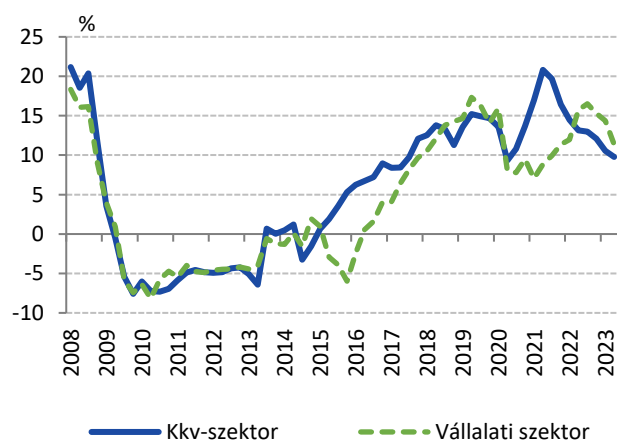
3-14. ábra: Az egyes nemzetgazdasági szektorok beruházási teljesítményének éves változása



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

3-15. ábra: A teljes vállalati és a kvv-szektor hitelállományának éves változása

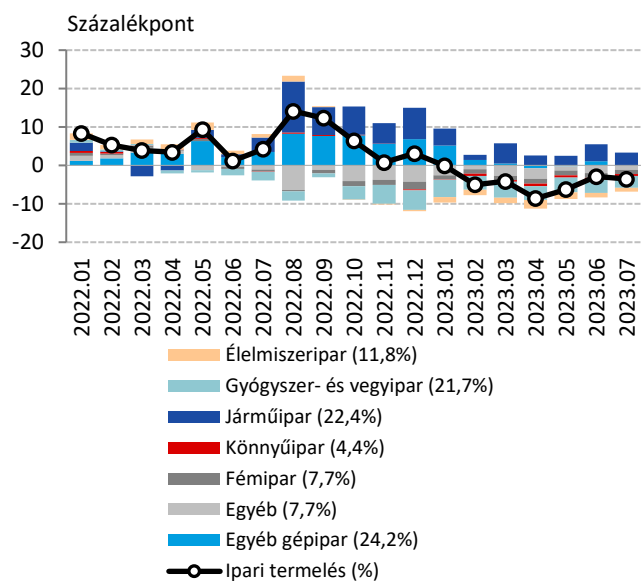


Megjegyzés: A vállalati szektor növekedési üteme tranzakció alapú, a teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelek alapján. A kvv szektor az önálló vállalkozókat nem tartalmazza.

Forrás: MNB

beruházásai a második negyedévben 3,5 százalékkal bővültek éves bázison, ezen belül a legnagyobb súlyt képviselő feldolgozóipar beruházásai 7,7 százalékkal nőttek. Ugyanakkor a belföldre termelő és szolgáltató szektorban összességében 12,3 százalékos visszaesést regisztráltak az előző év azonos időszakához képest. Ezen belül legnagyobb mértékben a szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás beruházásai csökkentek (-35,4 százalék). 2023 második negyedévében a költségvetési szervek beruházásai 18,0 százalékkal mérséklődtek éves bázison. A KSH közleménye szerint a csökkenéshez hozzájárult az uniós forrásból finanszírozott projektek kisebb volumenű tárgyidőszaki megvalósítása. A szűk értelemben vett állami szektor (közigazgatás, oktatás, egészségügy) beruházásai jelentős mértékben, 31,9 százalékkal mérséklődtek. A fejlesztések volumene a közigazgatás (-25,7 százalék), az oktatás (-35,1 százalék) és az egészségügy (-40,9 százalék) területén egyaránt visszaesett. Az államhoz közvetlen kapcsolódó (kvázifiskális) ágazatok beruházásai 22,0 százalékkal csökkentek. A lakossági beruházásokhoz kapcsolódó ingatlanügyletek ágazat beruházásai 21,4 százalékkal csökkentek éves bázison (3-14. ábra).

A vállalati hitelállomány éves növekedési üteme a nemzetközi trendekkel összhangban mérséklődött, a támogatott programok felfutása miatt a piaci hitelek részaránya ismét csökkent. A vállalati hitelállomány a teljes pénzügyi közvetítőrendszer tekintve 11,4 százalékkal növekedett 2023 második negyedévében, amely 3 százalékpontos lassulást jelent az előző negyedév végi értékhez képest. A vállalati hitelezésen belül a kvv hitelállomány éves növekedési üteme 9,9 százalék volt a második negyedév végén. Az újonnan szerződött, nem folyószámla-jellegű vállalati hitelek 50 százaléka piaci alapon kötött szerződés volt a második negyedévben, mely arány a Széchenyi Kártyaprogram és a Baross Gábor Hitelprogram felfutása miatt jelentősen alacsonyabb, mint a tavalyi év végi 73 százalékos érték. Az 1000 milliárd forint keretösszegű Baross Gábor Hitelprogram szerződéskötéseinek zöme a második negyedévben valósult meg, mely hozzájárult a piaci alapon kötött szerződések arányának mérséklődéséhez. A hitelezési felmérés válaszai alapján a második negyedévben a bankok szűkebb köre jelezte a hitelfeltételek szigorítását. A hitelkereslet tekintetében továbbra is kettősség figyelhető meg: a bankok nettó értelemben vett 65 százaléka tapasztalt élénkülést 2023 második negyedévében a rövid lejáratú hitelek iránt, míg 29 százaléka keresletcsökkenést a hosszú lejáratú hitelek esetében, míg előretekintve mindkét alpiacra a kereslet mérsékelt növekedése várható (3-15. ábra).

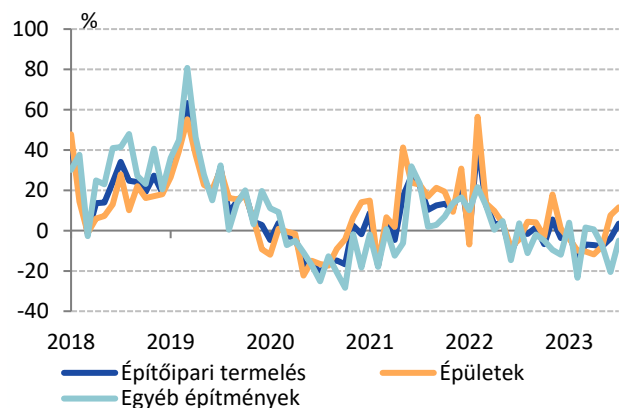
3-16. ábra: A hazai ipari termelés éves változásának ágazati felbontása


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

A hazai ipari termelés **6,3 százalékkal mérséklődött** a második negyedévben az előző év azonos időszakához képest. Az ipari alágazatok közül az akkumulátorgyártás dinamikus feljutása folytatódott és bővült a járműgyártás is, ugyanakkor a gyógyszer- és vegyipar, az élelmiszeripar, a könnyűipar és a fémipar teljesítménye visszaesett. A külkereskedelmi termékforgalom egyenlege jelentős többletet mutatott a második negyedévben. A cserearány 4,8 százalékkal javult éves bázison a második negyedévben, amihez elsősorban az ásványi fűtőanyagok árának korrekciója mellett a gépek és szállítóeszközök árának relatív változása járult hozzá leginkább (3-16. ábra).

Az építőipari kibocsátás **2023 második negyedévében 6,2 százalékkal mérséklődött** az előző év azonos időszakához képest. Az épületek építése 3,6 százalékkal, az egyéb építmények építése 10,1 százalékkal csökkent éves bázison (3-17. ábra).

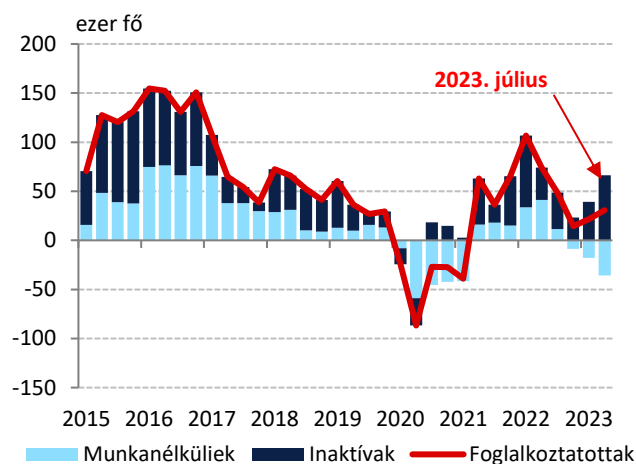
3-17. ábra: Az építőipari termelés éves változása


Forrás: KSH

3.3. Munkaerőpiac

A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma továbbra is historikusan magas szinten alakul. Az előző év azonos időszakához képest tovább bővülő foglalkoztatást a versenyszféra létszám-bővítése eredményezte a második negyedévben. A munkanélküliségi ráta nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsony, emellett a kiírt üres álláshelyek száma a válság előtti tartomány felett van így a munkaerőpiac stabil és továbbra sem reagál a konjunktúra lassulására. 2023 második negyedévében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 17,9 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest.

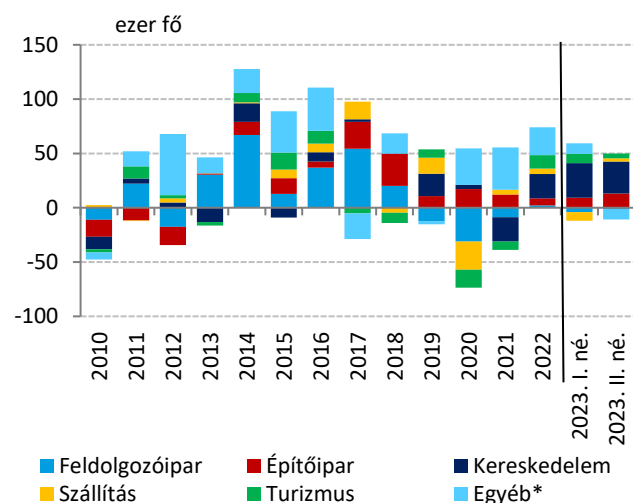
3-18. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása



Megjegyzés: 2023. III. negyedéve helyett júliusi adatok állnak rendelkezésre. A munkanélküliek és az inaktívok számának változása ellentétes előjellel szerepel.

Forrás: KSH

3-19. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása



Megjegyzés: *mezőgazdaság, egyéb ipari és piaci szolgáltató ágazatok

Forrás: KSH

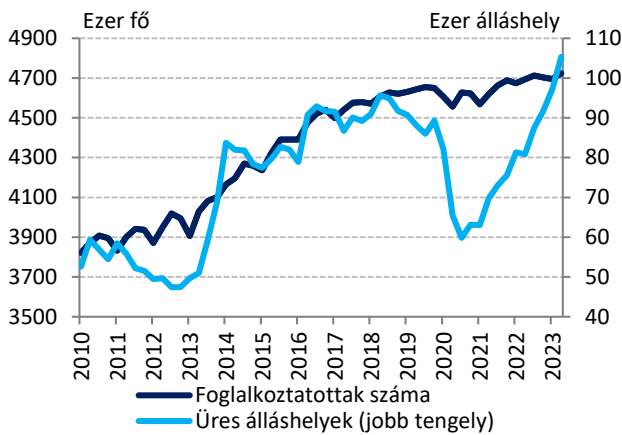
3.3.1. Foglalkoztatás és munkanélküliség

A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma továbbra is historikusan magas szinten alakult. 2023 második negyedévében a 15-74 éves foglalkoztatottak átlagos létszáma 4 millió 724 ezer fő volt, így a foglalkoztatás 31 ezer fővel bővült az előző év azonos időszakához képest (3-18. ábra). A létszám bővülését leginkább az elsődleges munkaerőpiac támogatta, a közfoglalkoztatottak száma 7 ezer fővel mérséklődött, a külföldi telephelyen foglalkoztatottak száma 7 ezer fővel emelkedett éves alapon. Júliusban a foglalkoztatottak száma 4 millió 745 ezer fő volt, ami 32 ezer fővel haladja meg az előző év azonos időszakának értékét. A szezonálisan igazított adatok alapján a foglalkoztatás szintje a második negyedévben historikus csúcson volt. A KSH háromhavi mozgóátlagon alapuló módszertanával számított munkanélküliségi ráta 4,0 százalékon alakult 2023 április és júniusa között átlagosan a szezonálisan igazított adatok alapján. A legfrissebb júliusi adatok alapján a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 3,9 százalék volt. Nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsonynak tekinthető a hazai munkanélküliségi ráta.

2023 második negyedévében a foglalkoztatás bővülését főként a versenyszféra magyarázta, ami az előző év azonos időszakához képest 39 ezer fővel nőtt. A teljes munkaidő egyenértékes (TME) létszám 0,4 százalékkal csökkent 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 szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás, a szállítás és raktározás, az információ, kommunikáció és a kiskereskedelem területén) nőtt a létszám (3-19. ábra). Az állami szférában a közigazgatás és az egészségügy területén csökkent a foglalkoztatottak száma éves alapon.

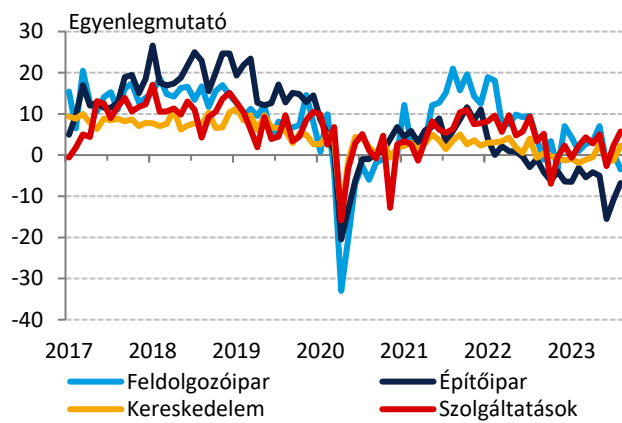
A nem támogatott betöltetlen álláshelyek száma tovább emelkedett az előző negyedévben, és historikusan magas szinten alakul (3-20. ábra). A Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat adatai alapján az üres álláshelyek száma 106 ezer volt, ami az előző év azonos időszakához képest 30 százalékos bővülést jelent. A szezonálisan igazított adatok

3-20. ábra: Foglalkoztatottak és a rendelkezésre álló nem támogatott üres álláshelyek számának alakulása



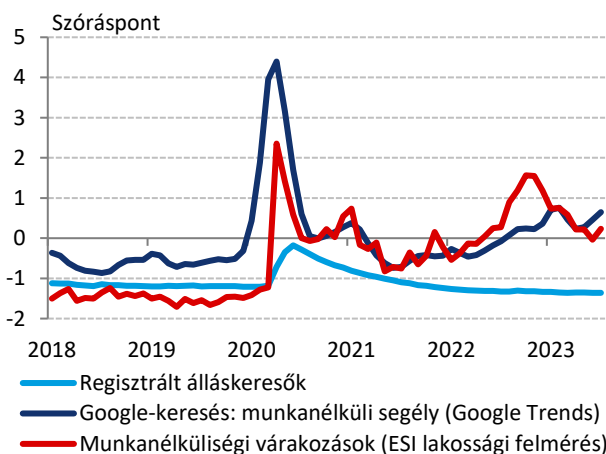
Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok Forrás: KSH, NFSZ

3-21. 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

3-22. ábra: A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók



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

alapján az üres álláshelyek száma az elmúlt 4 negyedévben folyamatosan emelkedést mutatott.

Az ESI – konjunktúrahangulatot monitorozó – vállalati felmérése alapján 2023 augusztusában a vállalatok foglalkoztatásra vonatkozó várakozásai eltérő ágazati mintákat követtek. Az építőiparban és a feldolgozóiparban negatívak a kilátások, és a vállalatok többsége létszámcsökkentést tervez a következő három hónapra. Az egyéb szolgáltató ágazatokban és a kereskedelemben a létszám növekedésére számít a vállalatok többsége az augusztusi adatok fényében. Augusztusban a feldolgozóipar kivételével mindegyik ágazatban inkább pozitív tendencia volt megfigyelhető az előző hónaphoz képest (3-21. ábra).

A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók egyes képet mutatnak (3-22. ábra). A regisztrált munkanélküliek száma júliusban 227 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 az elmúlt hónapok javuló tendenciáját követően enyhén romlásnak indult. Az ESI lakossági felmérése alapján a lakosság munkanélküliségtől való féltelme ismételten emelkedett az elmúlt hónapok mérséklődését követően.

3.3.2. Bérek

A bérezési folyamatok továbbra is erősek, azonban a májusi és júniusi átbérezés mértéke elmaradt a korábbi évektől. 2023 második negyedévében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 17,9 százalékkal nőtt éves alapon (3-23. ábra). A rendszeres átlagkereset 17,7 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest, míg a prémiumkifizetések jelentősen meghaladták a korábbi évek átlagát. Az átlagbérek növekedésének dinamikája a versenyszféra legtöbb ágazatában 15 százalék felett alakult a második negyedévben.

A régiós országok körében a hazai nominális bérdinamika volt a legmagasabb 2023 második negyedévében. A nemzetgazdasági bérnövekedés 16,5 százalék volt az április és június között Magyarországon. Ezzel szemben Romániában 14,0 százalékkal, Lengyelországban 12,1 százalékkal, Szlovákiában 10,8 százalékkal, míg Csehországban 7,7 százalékkal nőttek a keresetek éves alapon. A reálbérek Románia kivételével a régió minden országában csökkentek a második negyedévben.

3-23. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása



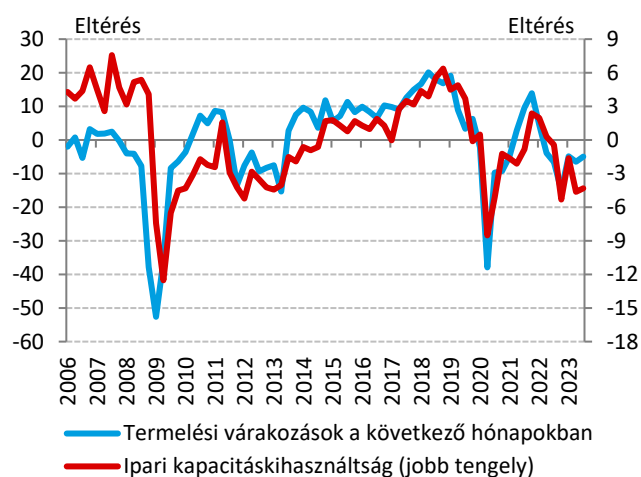
Megjegyzés: Háromhavi mozgóátlagok.

Forrás: KSH

3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

A hazai gazdaság teljesítménye éves bázison tovább csökkent 2023 második negyedévében. A lassuló gazdasági teljesítménnyel párhuzamosan a gazdaság ciklikus pozíciója dezinflációs hatású. A mezőgazdaság hozzájárulása nélkül számolt bruttó hazai termék 4,1 százalékkal mérséklődött éves összehasonlításban a második negyedév során. A GDP szerkezete ráadásul a belső kereslet szűküléséről árulkodik, ami tovább erősíti a keresleti ciklus dezinflációs hatását. Ezt támasztja alá az is, hogy a feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága és termelési várakozásai továbbra is elmaradnak a historikus átlagtól.

3-24. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban



Megjegyzés: Historikus átlagtól vett eltérés.

Forrás: ESI alapján MNB

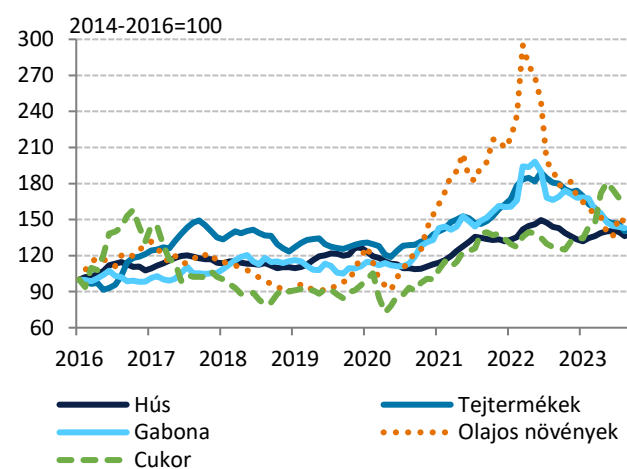
Becslésünk szerint a gazdaság ciklikus pozíciója 2022 vége óta negatív előjelű és így dezinflációs hatású. A tavalyi év első felében a gazdaság ciklikus pozíciója pozitív volt, az élénk kereslet és az ellátási láncokban meglévő sűrűdások hatására. Ezek a hatások inflatorikus hatású ciklikus pozíciót eredményeztek. Ezt követően a lassuló gazdasági teljesítménnyel párhuzamosan azonban a gazdaság ciklikus pozíciója elkezdett romlani és negatívvá vált. Mind a kereslet lassulása, mind a kínálati korlátok várt oldódása a reálgazdaság felől dezinflációs hatásokat eredményezett.

A kérdőíves felmérések alapján a feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága némileg javult az elmúlt hónapokban, de továbbra is jelentősen a historikus átlag alatt alakult (3-24. ábra). A következő hónapokra vonatkozó termelési várakozások némileg javultak, de szintén elmaradnak a historikus átlagtól.

3.5. Költségek és infláció

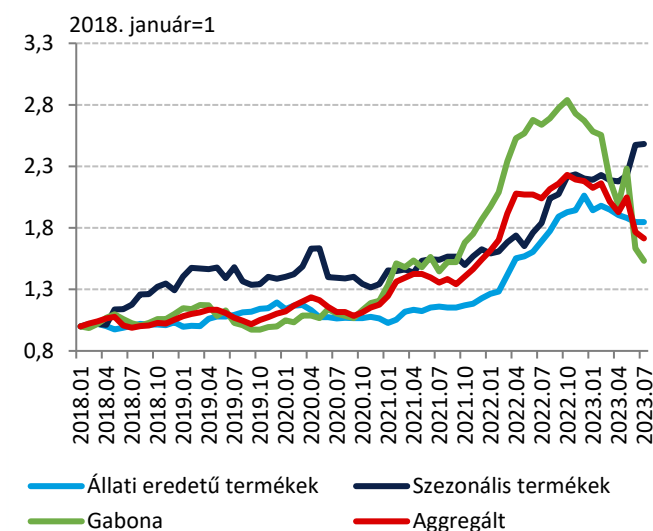
A fogyasztói árak éves növekedési üteme augusztusban 16,4 százalékon alakult. Az elmúlt hónapokban folytatódott és erősödött a hazai infláció mérséklődése, amelynek háttérében elsősorban az élelmiszerek és az iparcikkek árindexének mérséklődése állt. Az éves bázisú adószűrt maginfláció augusztusban 15,2 százalékon alakult. A maginfláció csökkenését elsősorban a feldolgozott élelmiszerek támogatták, de a termékek és szolgáltatások széles körét jellemezte az áremelkedés lassulása. Az élelmiszerek inflációja augusztusban nyolcadik hónapja lassult, így a KSH közlése alapján 19,5 százalékon alakult. A piaci szolgáltatások árainak emelkedése két év után csökkenésnek indult és augusztusban 16,4 százalékra mérséklődött. Az idei évben történő átárazások mértéke hazánkban megfelelt a régiós mintázatnak. A termelői árak dinamikája jelentősen lassult, így normalizálódott a historikus átlagot többszörösen meghaladó növekedési ütemeket követően. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó, éves bázison számított mutatóink mérséklődtek az elmúlt hónapok során.

3-25. ábra: A világpiacon élelmiszerárak alakulása



Forrás: FAO

3-26. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján

Forrás: KSH

3.5.1. Termelői árak

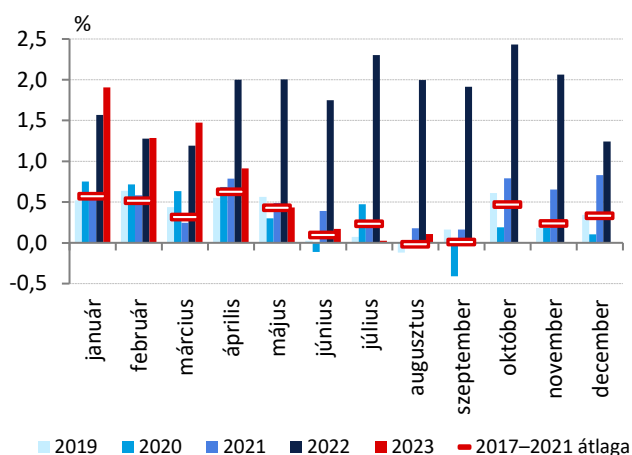
Folytatódott a világpiacon élelmiszerárak mérséklődése. A tejtermékek és gabonák árszintje az év eleje óta fokozatosan mérséklődik, a nyár folyamán pedig már a hús és a cukor ára is csökkent. Az olajos növények árszintje ugyanakkor a világpiacon kínálatot övező bizonytalanságok következtében emelkedett a nyár folyamán (3-25. ábra).

A hazai mezőgazdasági termelői árak öt év után először csökkentek éves alapon, így 2023 második negyedévében 7,6 százalékkal mérséklődtek az előző év azonos időszakához képest. A legnagyobb mértékben, 24,1 százalékkal a gabonafélék árai csökkentek egy év alatt. Az állati eredetű termékek árai éves alapon 19,2 százalékkal emelkedtek, ugyanakkor az előző negyedévhez képest már mérséklődtek az árak. A szezonális termékek éves alapon és az előző negyedévhez képest is drágultak, a termékkörön belül a legnagyobb emelkedést a burgonya ára mutatta. Júliusban folytatódott a gabonafélék árcsökkenése és a szezonális termékek drágulása (3-26. ábra).

A feldolgozóipari termékek esetében a hazai termelői árak emelkedése normalizálódott a historikus átlagot többszörösen meghaladó növekedési ütemeket követően. 2023 júliusában az előző év azonos időszakához képest 1,3 százalékos volt az árnyelkedés. A belföldi és a külföldi értékesítések árdinamikájában ellentét tapasztalható. Míg a belföldi értékesítések árindexe továbbra is magas, a külföldi értékesítés árdinamikája jelentősen csökkent. A nyári hónapokban a teljes ipar belföldi értékesítési árai éves alapon 20-30 százalék körüli emelkedést mutattak, melyhez főként az energiatermelő ágazatok járultak hozzá. Az árak szintje ugyanakkor a korábbi negyedévhez képest már a belföldi értékesítések esetén is mérséklődött.

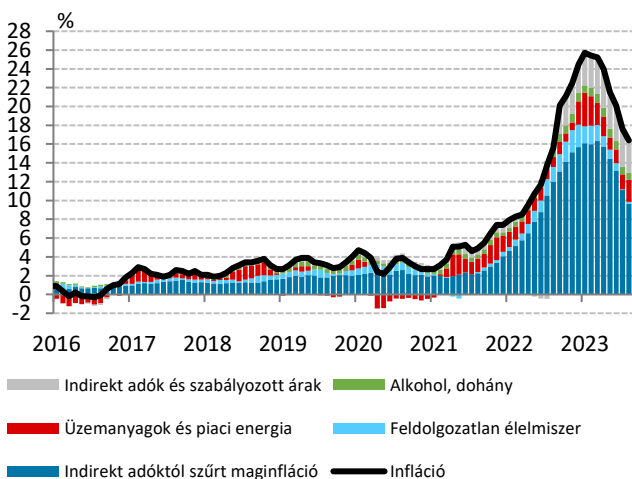
3.5.2. Fogyasztói árak

2023 augusztusában folytatódott és erősödött a hazai infláció csökkenése, a fogyasztói árak háromhavi változása már a régiós átlagnak megfelelően alakult a legutóbbi

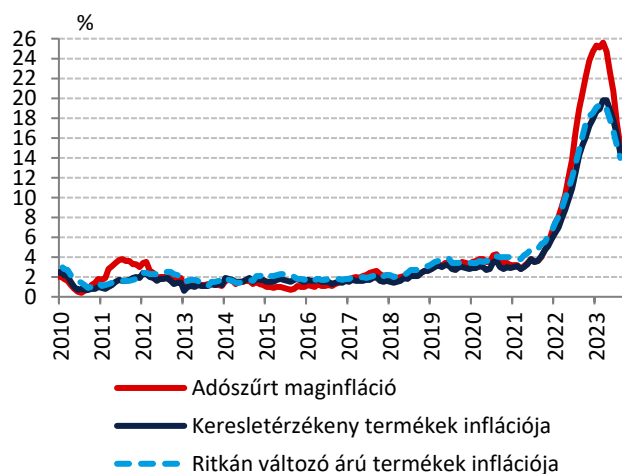
3-27. ábra: A fogyasztói árak havi árváltozásának alakulása üzemanyagok és szabályozott árak nélkül


Megjegyzés: Adószűrt, szezonálisan nem igazított havi változás.

Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3-28. ábra: Az infláció dekompozíciója


Forrás: MNB-számítás

3-29. ábra: Az inflációs alapmutatók


Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

negyedévben. A fogyasztói árak éves növekedési üteme augusztusban 16,4 százalékon alakult. Augusztusban az üzemanyagok és szabályozott árak nélkül számított kosár ára havi összevetésben enyhén, 0,1 százalékkal emelkedett (3-27. ábra). A piaci folyamatokat jobban tükröző, a feldolgozott élelmiszerek nélkül számított, havi bázisú maginfláció júniusban és júliusban 0,6 százalék, augusztusban 0,1 százalék volt, ami érdemben alacsonyabb az év elején tapasztalt átárazásoknál. Az infláció az elmúlt hónapokban gyorsuló ütemben mérséklődött, mely háttérben elsősorban az élelmiszerek és az iparcikkek árindexének mérséklődése állt (3-28. ábra). Az idei év folyamán történő átárazások mértéke hazánkban megfelelt a régiós mintázatnak.

Az éves bázisú adószűrt maginfláció a nyári hónapokban jelentősen, 7,5 százalékponttal mérséklődött és augusztusban 15,2 százalékon alakult. A maginfláció csökkenését is elsősorban a feldolgozott élelmiszerek támogatták, de a termékek és szolgáltatások széles körét jellemezte az áremelkedés lassulása. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink is mérséklődtek (3-29. ábra).

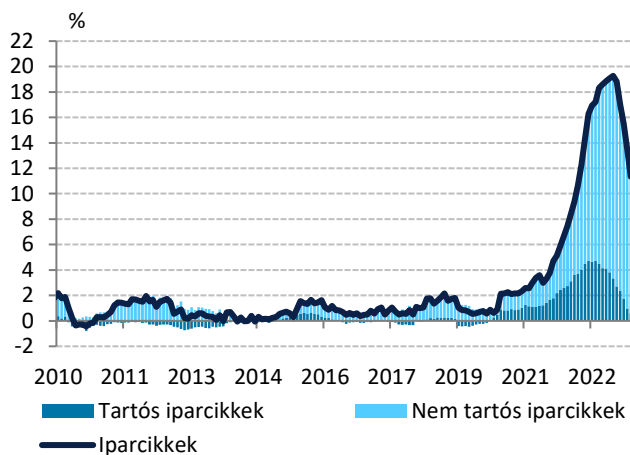
Az iparcikkek éves inflációja 11,4 százalékra csökkent augusztusban. Havi alapon júniusban és júliusban 0,5 százalékkal emelkedtek, augusztusban pedig stagnáltak a termékcsoport árai. A termékkörön belül a nyár folyamán a nem tartós iparcikkek ára nőtt az előző hónapokhoz képest, amit a tartós iparcikkek árának csökkenése részben ellensúlyozott (3-30. ábra és 3-31. ábra).

A piaci szolgáltatások inflációja júniusban két év után csökkent, augusztusra 16,4 százalékra mérséklődött az éves árindex. A szolgáltatások körében augusztusban 0,3 százalékos havi átárazás valósult meg, ami megegyezik az elmúlt 10 év augusztusi havi áremelkedések átlagával. Ez érdemben alacsonyabb a tavaszi árdinamikánál, amikor a telekommunikációs és banki szolgáltatások – az előző évi inflációhoz indexált – átárazása miatt 2 százalék feletti havi áremelkedés is előfordult (3-32. ábra).

Az alkohol- és dohánytermékek ára az elmúlt hónapokban kétszámjegyű növekedést mutatott, augusztusban a termékkör inflációja meghaladta a 12 százalékot. A termékkör ára júliushoz képest enyhén, 0,2 százalékkal nőtt, amihez a legnagyobb mértékben a dohánytermékek drágulása járult hozzá.

Az élelmiszerek inflációja augusztusban már nyolcadik hónapja lassult, de az áremelkedés üteme továbbra is jelentősen meghaladja a termékkör historikus átlagát. A KSH közlése alapján a termékkör ára 19,5 százalékkal

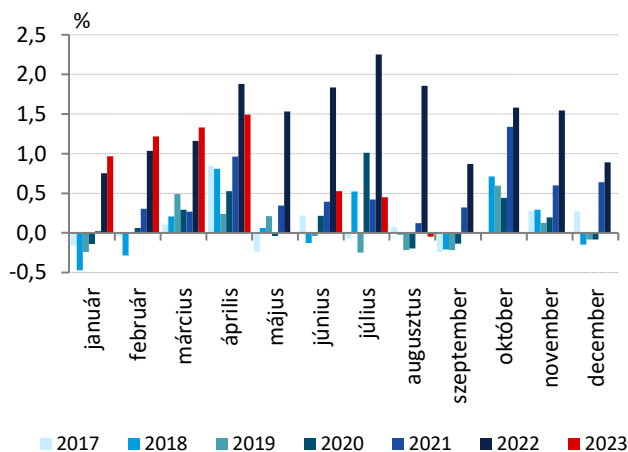
3-30. ábra: Az iparcikkek árváltozása



Megjegyzés: Éves változás, indirekt adók hatásától szűrt adatok.

Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

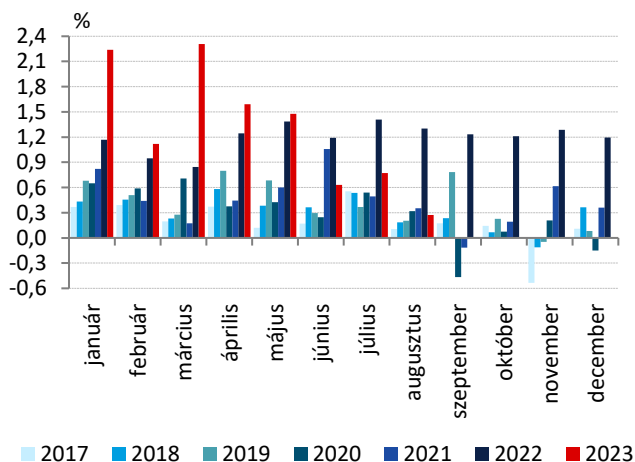
3-31. ábra: Az iparcikkek havi árváltozásának alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, adószűrt, havi változás

Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3-32. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, adószűrt, egyhavi változás.

Forrás: KSH, MNB

emelkedett augusztusban az előző év azonos időszakához képest. A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja 16,0 százalékra, a feldolgozott élelmiszerek inflációja pedig 17,9 százalékra csökkent. A feldolgozatlan élelmiszerek inflációjának lassulását elsősorban a friss zöldségek és a tojás, a feldolgozott élelmiszerek dinamikájának lassulását pedig főként a tej, tejtermékek és a kenyér árának mérséklődése magyarázta. Júliushoz képest a feldolgozatlan élelmiszerek árai 1,0 százalékkal csökkentek, a feldolgozott élelmiszerek árai pedig 0,6 százalékkal emelkedtek. Az árak csökkenéséhez a nyersélelmiszerárak mérséklődése mellett a kiskereskedelmi szereplők közötti verseny erősödése is hozzájárult.

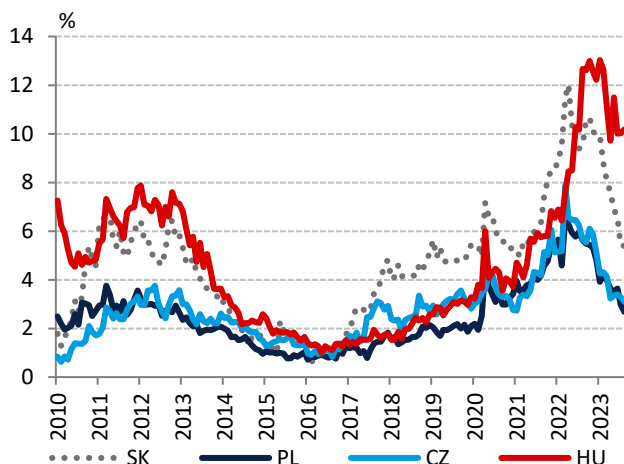
Az üzemanyagok árdinamikájában január óta megfigyelhető csökkenő trend megfordult, a nyári hónapok folyamán a termékkör inflációja emelkedett. A termékkör augusztusi éves inflációja közel 10 százalékponttal 31,1 százalékra nőtt, havi alapon pedig 8,2 százalékkal emelkedett az ár. A kőolaj világpiaci árának emelkedése erőteljesen éreztette a hatását a hazai üzemanyagárakban, ezzel lassítva a dezinflációs folyamatot.

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

3.5.3. Inflációs várakozások

Hazánkban a lakosság inflációs várakozásai év eleje óta lassan csökkenő pályára álltak. A régiós országokban az év elejéhez képest összességében az inflációs várakozások enyhe mérséklődése volt tapasztalható. A régióban hazánkban, Csehországban és Szlovákiában január óta, Lengyelországban pedig február óta fokozatosan mérséklődnek a lakosság inflációs várakozásai (3-33. ábra).

3-33. ábra: Inflációs várakozások a régióban



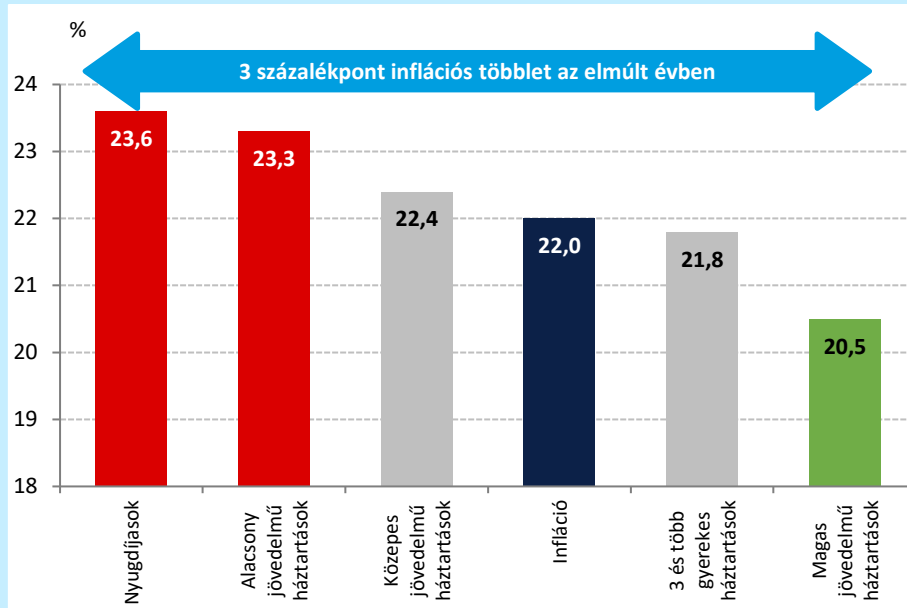
Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

3-1. keretes írás: Eltérő infláció a különböző társadalmi rétegekben

Bár az elmúlt év inflációs hulláma minden családot érintett, de annak mértéke eltérő a különböző társadalmi csoportokban. A különböző jövedelemmel és demográfiai szerkezettel jellemezhető háztartások fogyasztási szerkezete eltér a hivatalos inflációs mutató alapját képező átlagos országos fogyasztástól, és ennek következtében a különböző háztartások más-más inflációval szembesülnek, ha a különböző termékek és szolgáltatások ára eltérő mértékben növekszik. Az egyéni fogyasztói kosár szerkezete jelentősen befolyásolhatja az érzékelt inflációt akkor, ha a különböző termékcsoportok árváltozásában jelentős eltérés következik be (például az infláció 2023. januári csúcspontján az élelmiszerek ára 48,1, míg a piaci szolgáltatásoké jóval kisebb mértékben, 16,6 százalékkal emelkedett éves bázison).

A magas élelmiszerinfláció következtében a nyugdíjasok és az alacsony jövedelmű háztartások az átlagosnál is nagyobb inflációval szembesültek. A két réteg inflációja 2022 utolsó negyedében elszakadt az átlagos inflációtól. A legnagyobb különbség 2022. novemberében volt megfigyelhető, amikor az alacsony jövedelműek fogyasztói kosarának inflációja 2,2 százalékponttal, a nyugdíjasoké pedig 2,7 százalékponttal haladta meg a teljes inflációt. Bár az árdinamika 2023. januártól kezdődő lassulása minden társadalmi réteg számára érzékelhető, a nyugdíjasok és az alacsony jövedelműek inflációs többlete még jelenleg is fennáll. A nyári hónapokban továbbra is mindkét társadalmi réteg inflációja legalább 1 százalékponttal meghaladta a hivatalos, összes háztartásra vonatkozó áremelkedést. (3-34. ábra).

3-34. ábra: Infláció az egyes társadalmi rétegekben

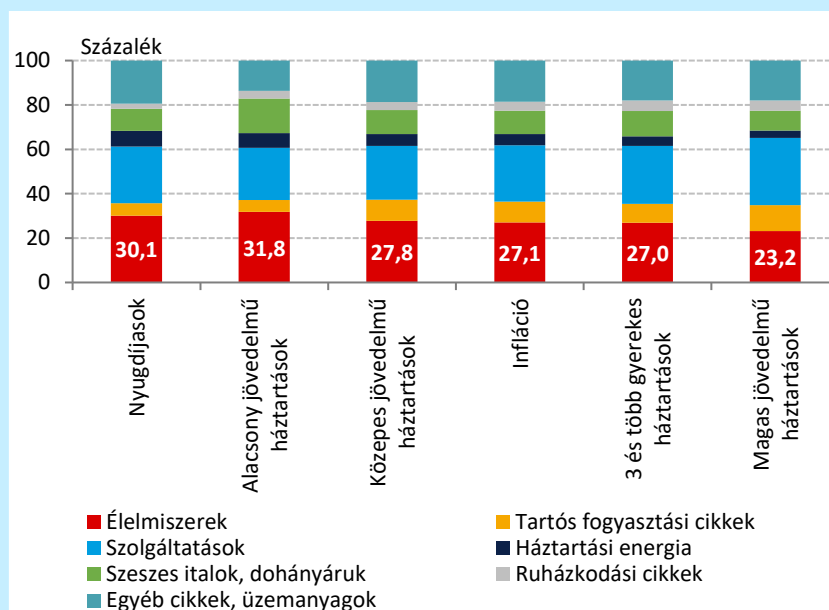


Megjegyzés: 2022. augusztus és 2023. augusztus közötti átlag.

Forrás: KSH, MNB

A nyugdíjasok és az alacsony jövedelműek csoportjában mért magasabb infláció elsődleges oka, hogy a két csoport kosarában magasabb az élelmiszerek súlya, amelyeknek inflációja 2022-2023 fordulóján meghaladta a 45 százalékot. Az alacsony jövedelműek kosarában 4,7 százalékponttal, a nyugdíjasok kosarában pedig 3 százalékponttal magasabb súly képviselnek az élelmiszerek, mint az átlagos fogyasztói kosárban (3-35. ábra). Az élelmiszerek nagyobb súlya novemberben az alacsony jövedelműeknél 2,6, a nyugdíjasoknál pedig 1,8 százalékponttal járul hozzá a két társadalmi réteg magasabb inflációjához. Az élelmiszerinfláció csökkenésével párhuzamosan augusztusra a hozzájárulás rendre 0,6 és 0,4 százalékpontra mérséklődött. Az alacsonyabb jövedelmű társadalmi rétegek jövedelmének csökkenése a magas fogyasztási rátájukon keresztül jelentős hatással bír a kiskereskedelmi forgalom visszaesésére is.

3-35. ábra: Termékcsoportok súlya a társadalmi csoportok fogyasztói kosarában



Megjegyzés: 2022-re vonatkozó súlyok, KSH besorolás szerint.

Forrás: KSH

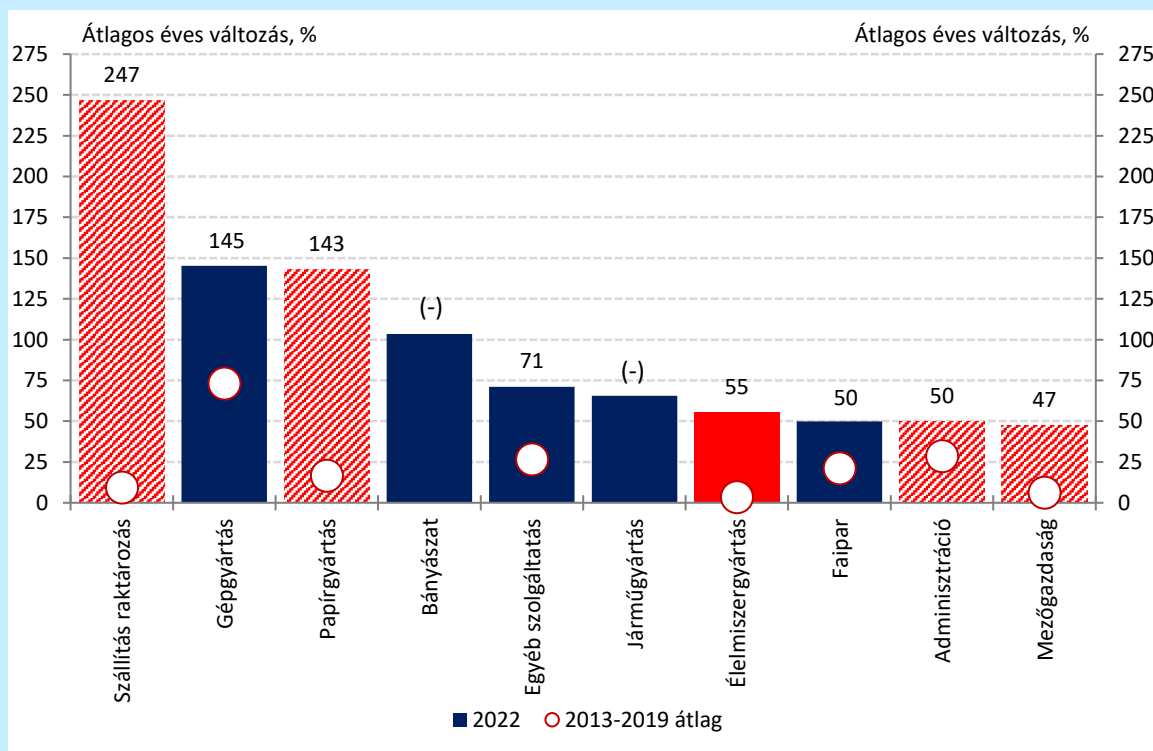
3-2. keretes írás: A profitinfláció az élelmiszeriparban

A 2022-es 14,5 százalékos infláció több, mint harmadát (38 százalék) az élelmiszerek áremelkedése okozta. Az élelmiszerek inflációja magyarázza a régióval szemben tavaly kialakult inflációs többletünk jelentős részét is, a visegrádi országokhoz viszonyított 2022 decemberi inflációs különbszet több mint felét ez a termékkör magyarázza. Az élelmiszerek áremelkedése közötti különbség túlnyomó része az élelmiszeripar által feldolgozott élelmiszerekhez köthető.

Az árak növekedéséhez a költségtényezők emelkedésén túl a vállalati profitok jelentős emelkedése is hozzájárult. Az elmúlt két évben az infláció alakulásában egyre meghatározóbb szereppel bírt a vállalatok költségeik által indokoltnál nagyobb mértékű áremelése, azaz a profit-vezérelt infláció. Számításaink szerint hazánkban 2022 második felétől jelentősen emelkedett az inflációnak a költségek által meg nem magyarázott része és 2023 második negyedévében a 21,9 százalékos infláció harmadát ez okozta.

Az élelmiszergyártás ágazatban a nominális profitok 55 százalékkal emelkedtek 2022-ben. Az újonnan rendelkezésre álló 2022. évi beszámoló-adatok segítségével megvizsgáltuk, hogy a 2022. évi inflációs folyamatokat meghatározó, élelmiszeripari vállalati működési eredmények (gazdasági profitok) hogyan alakultak. Amíg a 2013–2019-es időszakban az átlagos nominális profitnövekmény évi 3 százalék volt ebben a tevékenységi körben, addig önmagában a 2022-es évben ez a ráta 55 százalékot ért el (3-36. ábra). A profit-szinteket tekintve szintén kiemelkedő a 2022-es élelmiszeripari működési eredmény, a 2013–2019-es átlagos profit 2,6-szorosát érte el.

3-36. ábra: A bruttó működési eredmény éves változása a 10 legnagyobb profitemelkedéssel bíró ágazatban



Megjegyzés: Nominális működési eredményekkel ágazati szinten számolva. Az Egyéb szolgáltatás (S) ág tartalmazza: az érdekképviselet, a számítógép, személyi-, háztartási cikk javítása, valamint az egyéb személyi szolgáltatás ágazatokat. Az élelmiszeriparba beszállító ágazatokat külön szín jelöli. Non-profit és speciális célú vállalatok nélkül.

Forrás: NAV, IM, Szervezetregiszter és KSH alapján MNB-számítás.

Az élelmiszerek profit-vezérelte inflációjához az élelmiszeripar mellett a beszállító ágazatok is hozzájárultak, mivel azok profitrátái is kiemelkedő mértékben emelkedtek (3-36. ábra). Az élelmiszeripar legnagyobb belföldi beszállító ágazata a mezőgazdaság közel 33 százalékos részaránnyal, aminek működési eredménye 47 százalékkal nőtt 2022-ben, ugyanakkor 2013 és 2019 között az átlagos éves profit növekedés a mezőgazdaságban csupán 6 százalék volt. Annak ellenére, hogy az élelmiszeripari inputok mindössze 2,2 százaléka kötődik a szállítás és raktározás ágakhoz, ezen tevékenységi körökben mérték a legmagasabb 2022. évi profitemelkedést 247 százalékkal, így összességében ez a beszállító ágazat is érdemben

hozzájárult az élelmiszeripari inflációhoz. Az élelmiszeripar beszállítói körében szintén extrém magas profitrátát regisztráltak a papírgyártás ágazatban (143 százalék) és az adminisztráció területén (50 százalék). Szintben tekintve a mezőgazdasági működési eredmény a 2013–2019-es átlag profitszint 2,5-szöröse volt 2022-ben és a jobb évek eredményének is kétszerese. A papírgyártás esetében ez az arány 2,9, az adminisztráció esetében 2, míg a szállítás és raktározás termelési ágban 1,5 volt.

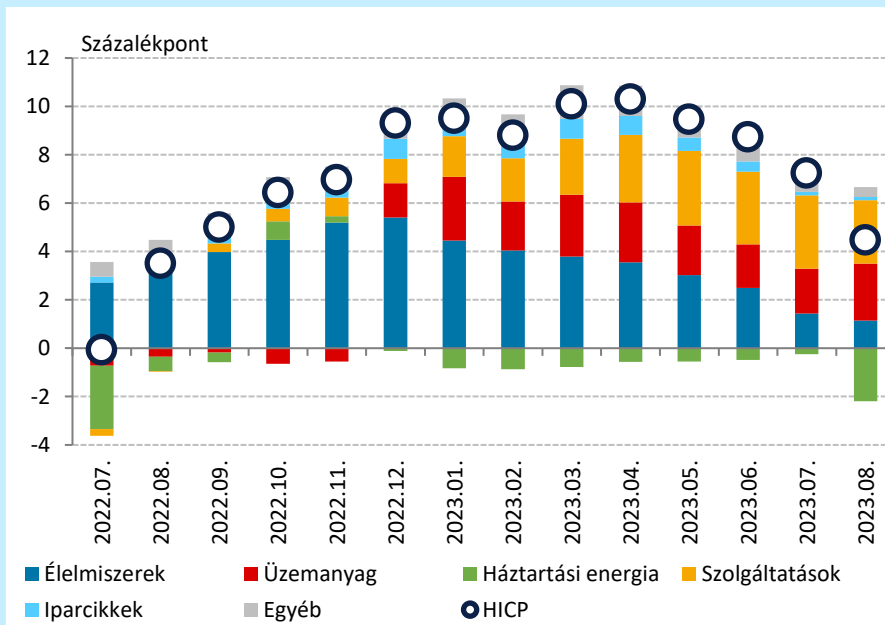
Az élelmiszerek árainak felfutása a termelési lánc tevékenységeiben többszörösen érvényesített árrés-emelkedések következményeként adódott. 2022-ben a tíz legnagyobb profitemelkedéssel jellemezhető ágazatból öt közvetve vagy közvetlenül kapcsolódik beszállítóként az élelmiszeriparhoz. A termelési lánc egymást követő szereplői a költségeiknél nagyobb mértékben emelték áraikat, amelyek összeadódva eredményezték az élelmiszerek régiót meghaladó áremelkedési ütemét.

3-3. keretes írás: A visszatekintő árazás szerepe a szolgáltató szektorban

A dezinflációs folyamat már az év eleje óta tart hazánkban, januárról augusztusra az éves infláció 9,3 százalékponttal mérséklődött. Az áremelkedés lassulása a termékek és szolgáltatások széles körét jellemzi és a nyári hónapokra már minden termékcsoportra kiterjedt.

Júniusban a termékcsoportok közül utolsóként a piaci szolgáltatások inflációja is csökkenni kezdett, amire az elmúlt két évben nem volt példa. A termékcsoport inflációja azonban a többi termékcsoportéhoz képest lassabban mérséklődik és továbbra is magasnak számít: a visegrádi országokhoz viszonyított inflációs többletünkhöz augusztusban a piaci szolgáltatások járultak hozzá a legnagyobb mértékben (3-37. ábra). Ráadásul a többi termékcsoporttal ellentétben a szolgáltatások inflációja esetében a régióhoz mért különbözetünk a januári általános inflációs fordulat ellenére az év eleje óta emelkedett.

3-37. ábra: Magyarország inflációs különbözetének dekompozíciója a V3 országokhoz képest



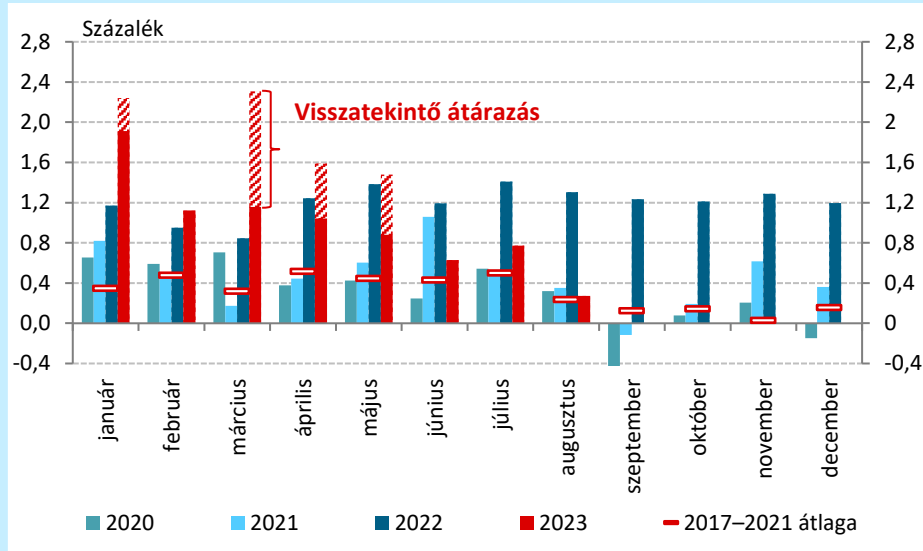
Megjegyzés: HICP infláció, százalék és hozzájárulások, százalékpont. A V3 országok Csehországból, Lengyelországból és Szlovákiából állnak.

Forrás: Eurostat

A szolgáltatások dezinflációs fordulatát a szektor év eleji visszatekintő jellegű átárzásai is késleltették. Az idei évben a lakossági telekommunikációs szolgáltatásokat nyújtó vállalkozások jelentősen módosították a korábbi árazási gyakorlatukon, aminek következtében a szolgáltatások jelentősen drágultak. Az érintett vállalatok 2022 nyarának végén és őszén módosították a Lakossági Általános Szerződési Feltételeiket (ÁSZF), amelyben a 2023-as évtől kezdődően automatikus

átárazási mechanizmust, árindexálást vezettek be. Az árindexálás visszatekintő jellegű, az automatikus árváltozás mértéke minden esetben a megelőző év átlagos inflációján alapul. A banki szolgáltatások esetén már régebb óta működik hasonló mechanizmus. E két szektor visszatekintő átárazási gyakorlata nélkül a szolgáltatások inflációja számottevően mérsékeltebb lenne. A tavaszi hónapokban a piaci szolgáltatások havi alapon 1,5–2,3 százalékkal drágultak, ami a visszatekintő átárazások nélkül március és május között átlagosan 0,7 százalékponttal lett volna alacsonyabb (3-38. ábra).

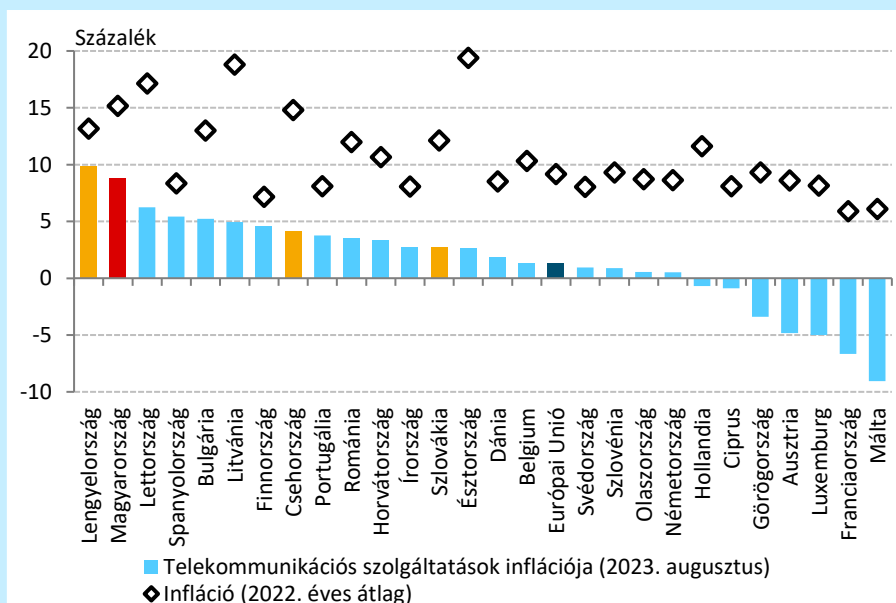
3-38. ábra: Piaci szolgáltatások inflációja Magyarországon



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

A telekommunikációs szektor új, visszatekintő átárazási gyakorlata következtében a hírközlési szolgáltatások ára hazánkban nőtt az egyik legnagyobb mértékben az Európai Unióban. 2023 augusztusában a telekommunikációs szolgáltatások ára 8,8 százalékkal nőtt éves alapon, ami az Európai Unióban megfigyelt átlagos növekedés (1,3 százalék) csaknem hétszerese, de a régió átlagánál (5,6 százalék) is több mint másfélszer magasabb (3-39. ábra). Jól látszik az is, hogy a telekommunikációs cégek Magyarországon és a régióban építették be leginkább az árakba az előző évi inflációt. Hazánkban a telekommunikációs szolgáltatások augusztusi áremelkedése a 2022. évi infláció több mint 55 százalékát érte el, míg ugyanez az arány az Európai Unióban átlagosan 15 százalék alatt alakult.

3-39. ábra: Telekommunikációs szolgáltatások inflációja az Európai Unió országaiban



Megjegyzés: HICP adatok alapján
 Forrás: Eurostat

A visszatekintő átárazás lassíthatja a dezinfláció folyamatát és a vállalati profitok további emelkedését vetítheti előre.

Az automatikus, előző évi infláción alapuló áremelés nem feltétlenül tükrözi a vállalatok tényleges költségemelkedését, mert az árakba olyan tényezők is beépülnek, amik kevésbé relevánsak az adott ágazat működési költségeiben. Ez a vállalati költségeket meghaladó áremelést eredményez, ami így a vállalati profitokat táplálja. Az egyik legnagyobb lakossági telekommunikációs szolgáltató közzétett gyorsjelentése alapján a cég bevételei az idei év első felében 13,3 százalékkal, míg a működési költségek 9,0 százalékkal nőttek az előző év azonos időszakához képest. A második negyedévben tapasztalható, nagyrészt az áremelésből származó 16,5 százalékos árbevétel-növekedés több, mint 70 százaléka a működési eredményt gyarapította, ami így 2023 első félévében 32,3 százalékkal emelkedett.

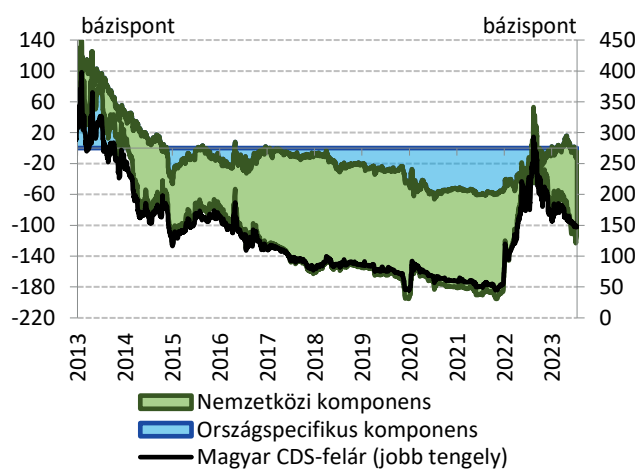
Az árstabilitás mihamarabbi eléréséhez a visszatekintő átárazások helyett az élénk verseny járulhat hozzá. A vállalatok közötti verseny biztosítja azt, hogy a vállalatok kizárólag az indokolt költségeik alakulásával párhuzamosan változtassák az árakat ezzel megakadályozva a profit vezérelte infláció jelenségének kialakulását.

4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

A fejlett és feltörekvő pénz- és tőkepiaci hangulat az elmúlt negyedév során összességében romlott. Június végétől a szigorú kamatkörnyezet hosszabb távú fennmaradása turbulenciát gerjesztett a piacokon, majd a Kínából beérkező makrogazdasági hírek, valamint a volatilis nyersanyagárak hatására romlott a globális befektetői hangulat, és így a kockázatvállalási kedv. Augusztus elején az Egyesült Államok adóbesorolásának leminősítése szintén negatívan hatott a pénzpiacokra, ami a piaci volatilitás növekedését is magával vonta. A fejlett piaci hozamok emelkedése ellenére a hazai bankközi és rövid állampapír hozamok érdemben csökkentek, amit a deflációs környezet, valamint a monetáris politika normalizációjának megkezdése is támogatott. A recessziós félelmek és a geopolitikai kockázatok felerősödésével, illetve a költségvetési hiány fenntarthatóságával kapcsolatos vélemények és az EU-s források körül kialakult bizonytalansággal párhuzamosan a forint az időszak során leértékelődött az euróval szemben. Összességében a forint 2,5 százalékkal gyengült az euróhoz képest, ami elmaradt a cseh korona 3,2 és lengyel zloty 4,6 százalékos leértékelődésétől.

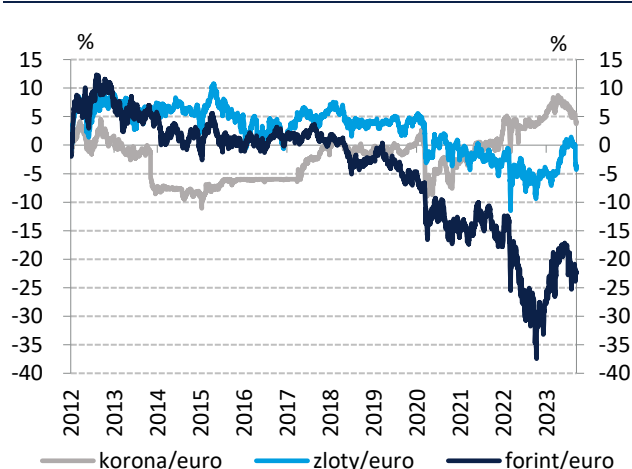
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



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, kisebb felszúrásoktól eltekintve trendszerűen csökkent. Az időszak során a felárunk elérte egy éves mélypontját és összességében 15 bázisponttal, 148 bázispontra mérséklődött. (4-1. ábra). Az országspecifikus tényezők kismértékben emelték a CDS felarat, ugyanakkor a nemzetközi tényezők ezt nagyobb mértékben ellensúlyozták.

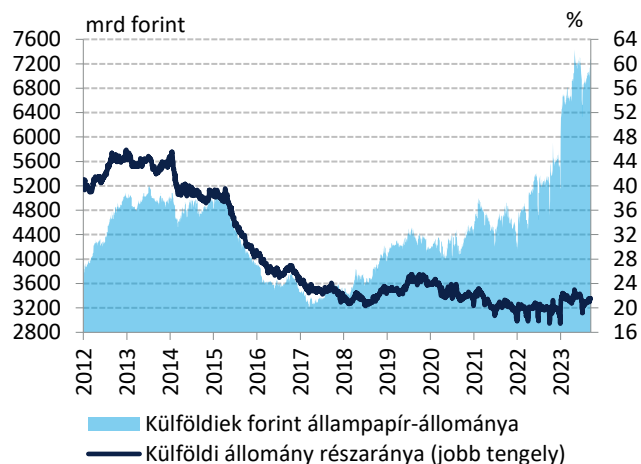
4.1.2. Devizapiaci folyamatok

A forint az időszak során jellemzően gyengült az euróval szemben, amely dinamikát több korrekció is megszakította. Annak ellenére, hogy a márciusi mélypontot megközelítő szinten is járt az árfolyam (393,5), az időszak végén egy mérsékelt, de folyamatos erősödés ment végbe, így összességében 2,5 százalékos leértékelődés volt megfigyelhető június végével összevetve. A régióban a cseh korona 3,2 százalékkal, a román lej 0,2 százalékkal, míg a várakozásoknál nagyobb mértékű kamatcsökkentés hatására a lengyel zloty 4,6 százalékkal gyengült az időszak során. (4-2. ábra). A régiós devizák árfolyamát a nemzetközi befektetői hangulat, a fejlett és régiós jegybankok monetáris politikai lépései, valamint a beérkező makroadatok befolyásolták. A dollárral szemben az összes régiós deviza leértékelődött az időszak során.

4.1.3. Állampapírpiac és hozamalakulás

Jelentősen nem változott a külföldiek forint állampapír állománya az elmúlt negyedévben (4-3. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állománya az elmúlt időszak során 10 milliárd forinttal, 7268 milliárd forintra nőtt. A forint állampapírokon belüli tulajdoni részarány szintén csökkent, így 21,6 százalék körül alakult.

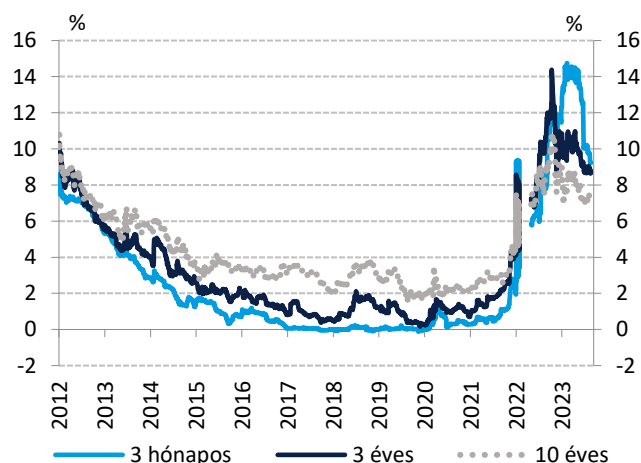
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



Megjegyzés: Az ábra a diszkontkincstárjegyek és államkötvények állományát mutatja.

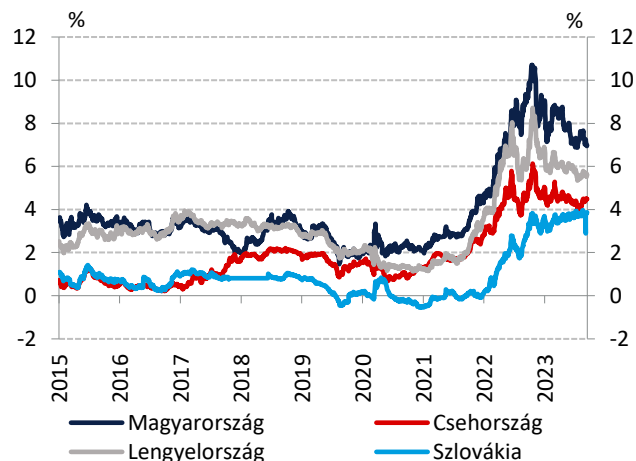
Forrás: MNB

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



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

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 aukciós átlaghozamok a rövid oldalon a másodpiaci hozamszintekkel összhangban mérséklődtek, míg a hosszú hozamok enyhén emelkedtek. A 3 hónapos DKJ aukción 71 bázisponttal csökkentek, míg a tízéves aukción 21 bázisponttal nőttek az aukciós átlaghozamok.

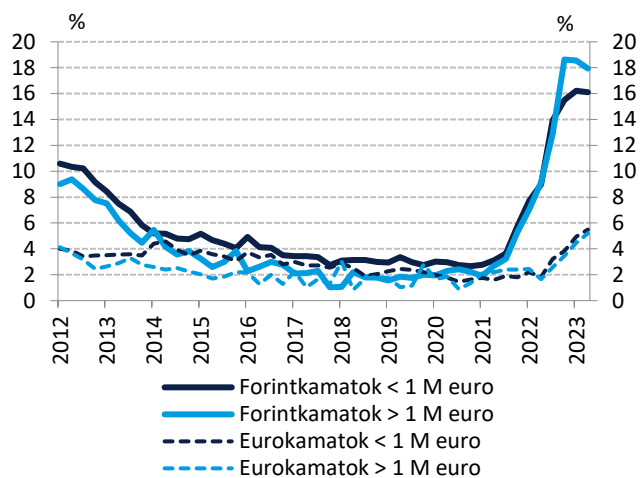
Az állampapír-piaci hozamgörbe rövid- és középső szakaszán egyaránt mérséklődtek a hozamok, míg a görbe hosszú végén enyhe emelkedés ment végbe, így csökkent a hozamgörbe inverzitása. (4-4. ábra). Az időszak során összességében az 5 éves hozam 70 bázisponttal csökkent, míg a 10 éves hozam 15 bázisponttal került feljebb. A bankközi hozamok közül a 3 hónapos BUBOR 256 bázisponttal 12,62 százalékra mérséklődött.

A régiós hosszú referenciahozamok eltérően alakultak az időszak során. (4-5. ábra). A tízéves cseh hozam 20 bázisponttal, a román 23 bázisponttal, a szlovák 19 bázisponttal nőtt, míg a lengyel 10 bázisponttal mérséklődött.

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2023 második negyedében egyetlen vállalatméret kategóriában és az üzleti célú ingatlanhitelek tekintetében sem változtak érdemben a vállalati hitelezési feltételek, és előretekintve se várható jelentős elmozdulás a hitelezési sztenderdekben. A második negyedévben a bankok szűk köre jelezte a kereslet élénkülését a vállalati hitelpiacon. A bankok hitelezési képessége továbbra is magas szinten áll, mind a tőke-, mind a likviditási helyzet szempontjából. A lakáshitelek és a fogyasztási hitelek esetében sem változtattak a bankok érdemben a sztenderdekben, a következő fél évre előretekintve azonban mindkét alpiacon a sztenderdek szűkkörű szigorítása várható. A bankok a lakáshitelek esetében a kereslet csökkenését, míg a fogyasztási hitelek esetében a kereslet növekedését jelezték a második negyedévben, előretekintve pedig mindkét alpiacon a kereslet növekedését valószínűsítik. Az újonnan szerződött vállalati forinthitelek átlagos finanszírozási költsége, és az újonnan kötött, hosszú távra rögzített kamatozású lakáshitelek átlagos hitelköltsége kismértékben mérséklődött a vizsgált időszakban.

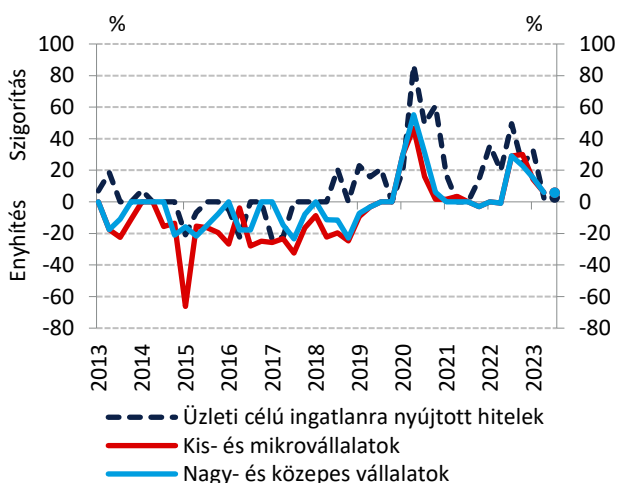
4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába



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

Forrás: MNB

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



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

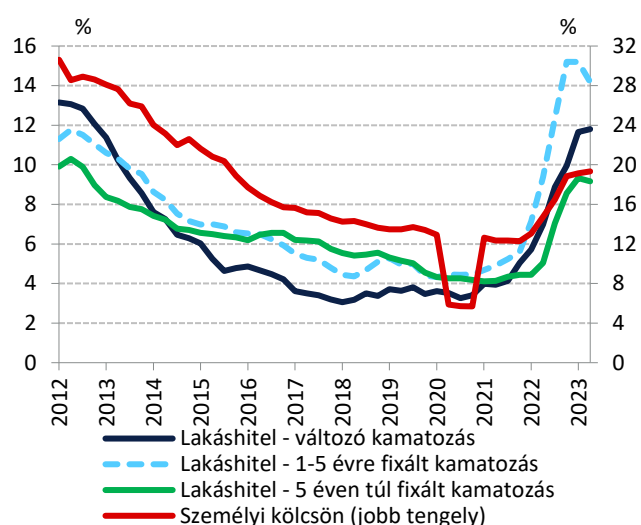
Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

2023 második negyedében a forrásköltségek csökkenésével mérséklődtek a forint hitelkamatok. Az újonnan szerződött, éven belül változó kamatozású, jelentős részben piaci alapon kötött vállalati forinthitel-szerződések átlagos kamatszintje – a pénzpiaci ügyletek kiszűrésével – a kisösszegű hitelek esetében 11 bázisponttal, a nagyösszegű hitelek esetében 62 bázisponttal mérséklődött az előző negyedévhez képest, ezzel a megkötött forinthitelek átlagos kamatlába 17,5 százalék volt június végén (4-6. ábra). A kisösszegű euróhitelek kamatszintje 54, míg nagyösszegű euróhiteleké 73 bázisponttal növekedett a második negyedév során, ezzel június végén az euróhitelek átlagos finanszírozási költsége 5,2 százalékon állt. A vállalati eurókamatok jelentősebb növekedése az eurozóna bankközi kamatainak emelkedésére vezethető vissza.

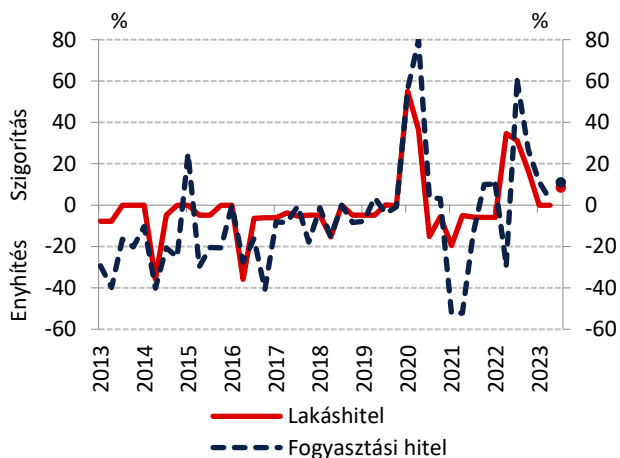
A második negyedévben a bankok összességében nem változtattak jelentősen a vállalati hitelfeltételeken. A második negyedévben a Hitelezési felmérésben részt vevő bankok nettó értelemben vett 6-6 százaléka szigorított a hitelhez jutás feltételein a nagy- és közepes vállalatok, illetve a kis- és mikrovállalatok esetében. Az iparág specifikus problémák és a gazdasági kilátások romlása a szigorítás irányába, míg a versenyhelyzet és a piaci részesedési célok az enyhítés irányába ható tényezőként jelentek meg. A banki válaszok alapján a likviditás, illetve a tőkehelyzet nem befolyásolták a hitelfeltételeket, a bankok hitelezési képessége továbbra is magas szinten áll. A következő fél évre előretekintve a vállalati hitelfeltételek érdemi változása nem várható: az üzleti célú ingatlanhitelezésben a bankok nettó értelemben vett 3, a nagy- és közepes vállalatok, illetve a kis- és mikrovállalatok esetében 6-6 százaléka tervez szigorítani (4-7. ábra). A hitelkeresletet tekintve a bankok nettó értelemben vett 14 százaléka számolt be a kereslet növekedéséről a második negyedévben és a kamatkörnyezet fokozatos

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 szegmensekben



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

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

normalizálódásával párhuzamosan a következő fél évben további élénkülésre számítanak.

4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

A hosszú távra rögzített kamatozású lakáshitelek átlagos kamatlába csökkent a negyedév során. A 2023 második negyedévében megkötött lakáscélú hitelszerződések átlagos THM-szintje az 1–5 évre kamatfixált hitelek (jelentős részben a Családi Otthonteremtési Kedvezményhez kötődő kamattámogatott hitelek) esetében 102 bázisponttal mérséklődve 14,2 százalékot tett ki, míg az 5 évnél hosszabb futamidőre kamatfixált hitelek esetében 76 bázispontos mérséklődés után az átlagos hitelköltség 9,2 százalékot ért el 2023 júniusban (4-8. ábra). 2023 második negyedévében a legalább 5 éves kamatperiódussal elérhető Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitelek volumene a negyedéves új lakáshitel-kibocsátás 46 százalékát adta, míg a legalább 10 évre fixált hitelek részesedése 80 százalékot ért el. A személyi kölcsönök átlagos simított THM-szintje 21 bázisponttal emelkedve 19,3 százalékot ért el a vizsgált időszak végén.

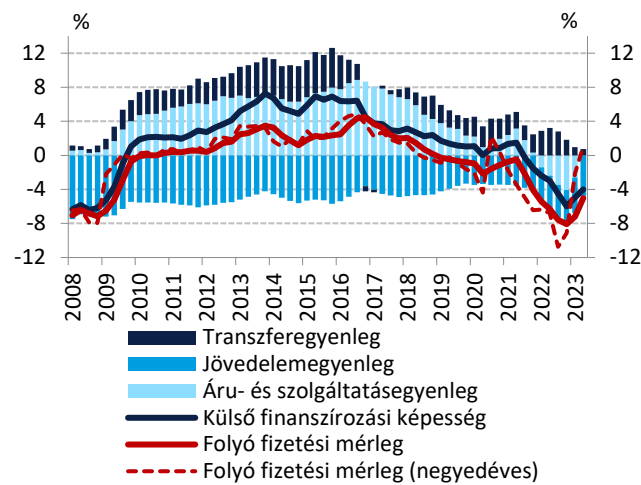
A lakáshitelek sztenderdjei érdemben nem változtak és előretekintve se várható változás. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján 2023 második negyedévében a bankok nem változtattak a lakáshitelek sztenderdjein, 2023 második felévére előretekintve a bankok nettó értelemben vett 8 százaléka tervez szigorítást (4-9. ábra). A fogyasztási hitelek tekintetében a hitelintézetek nettó értelemben vett 3 százaléka szigorított a hitelhez jutás feltételein a második negyedév során, 2023 második felévére előretekintve a bankok magasabb aránya, nettó értelemben vett 11 százaléka a sztenderdek további szigorítását tervezi a fogyasztási hitelek piacán. A lakáscélú hitelek iránt a bankok nettó értelemben vett 15 százaléka csökkenő keresletet, míg a fogyasztási hitelek iránt 91 százaléka növekvő keresletet érzékelt a második negyedévben, előretekintve pedig mindkét alpiacon a kereslet növekedését valószínűsítik.

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

2023 második negyedében a folyó fizetési mérleg négy negyedéves hiánya a GDP 5 százalékára, a gazdaság külső finanszírozási igénye a GDP 4 százalékára csökkent. A külkereskedelmi egyenleg javulása az energiaárak csökkenéséhez, a belföldi kereslet alkalmazkodásához, illetve a növekvő exporthoz volt köthető. A finanszírozási oldalon csökkent az adósságból történő finanszírozás, miközben a nettó közvetlentőke-források állománya stagnált. 2023 első negyedében az ország GDP-arányos külső adósságrátái enyhén emelkedtek.

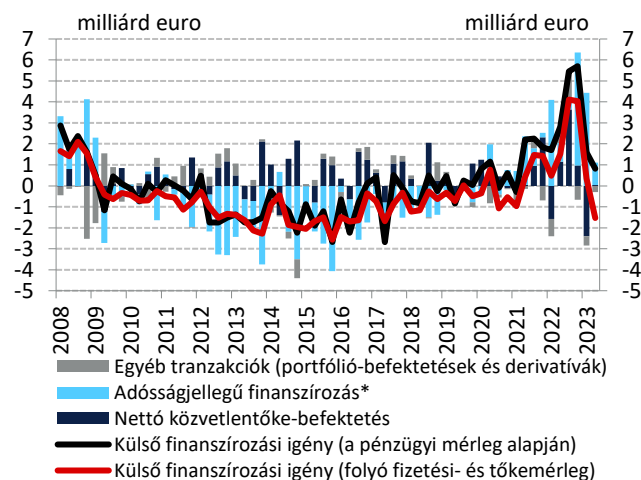
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei



Megjegyzés: Négy negyedéves kumulált értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



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

Forrás: MNB

5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

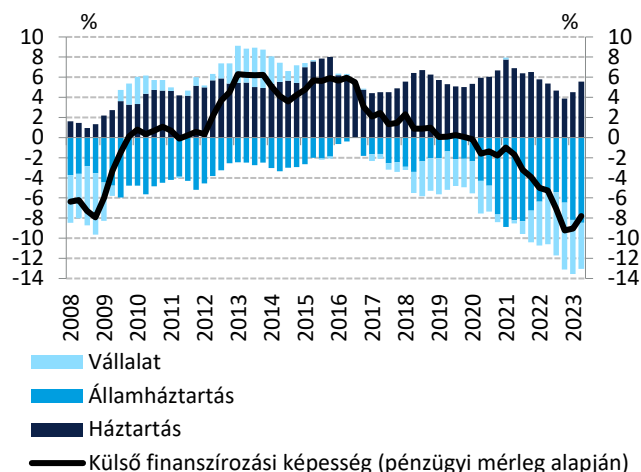
2023 második negyedében folytatódott - elsősorban a külkereskedelmi egyenleggel összefüggésben - a külső egyensúlyi mutatók javulása (5-1. ábra). Az előzetes, havi adatok alapján a második negyedéves folyó fizetési mérleg hiányának mérséklődése döntően a külkereskedelmi egyenleghez, azon belül az energiaárak mérséklődésével párhuzamosan javuló cserearányokhoz volt köthető. Az energiafogyasztás alkalmazkodása, valamint az egyre visszafogottabb fogyasztás és beruházás miatt mérséklődő import, valamint a felfutó közúti jármű és akkumulátorgyártás mellett a készletállomány csökkenésére is visszavezethető élénk export az áru egyenleg javulásának irányába hatott. A szolgáltatások egyenlege is enyhén tovább emelkedett, ami részben a járvány kifutó hatásával volt összefüggésben. Ezzel ellentétes irányba hatott, hogy a kamatkidások emelkedése, valamint a bővülő vállalati profitok növelték a jövedelemegyenleg hiányát. A transzferegyenleg többlete a GDP 1 százaléka alá csökkent.

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

2023 második negyedében a javuló külső egyensúlyi helyzet az adósságjellegű források beáramlásának mérséklődésében tükröződött, miközben a nettó közvetlentőke állomány a tranzakciókból eredően nem változott (5-2. ábra). 2023 első negyedéves – egyedi tételhez – csökkenést követően a második negyedévben szinten maradt a nettó FDI állomány. Mindezzel párhuzamosan a nettó portfólió-részvény befektetések ismét csökkentek, elsősorban a rezidens szereplők növekvő kifizetéseikhez köthetően. A második negyedévben visszaesett az adósságjellegű forrásbeáramlás: az államháztartás és a bankrendszer kismértékű forrásbevonása mellett a vállalatok érdemben mérsékeltek külföldi adósságukat.

2023 második negyedében az állam finanszírozási igénye enyhén tovább nőtt, amit több mint ellensúlyozott a magánszektor javuló nettó pénzügyi megtakarítása (5-3. ábra). A második negyedévben az államháztartás nettó pozíciója enyhén tovább romlott, ami a visszaeső

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



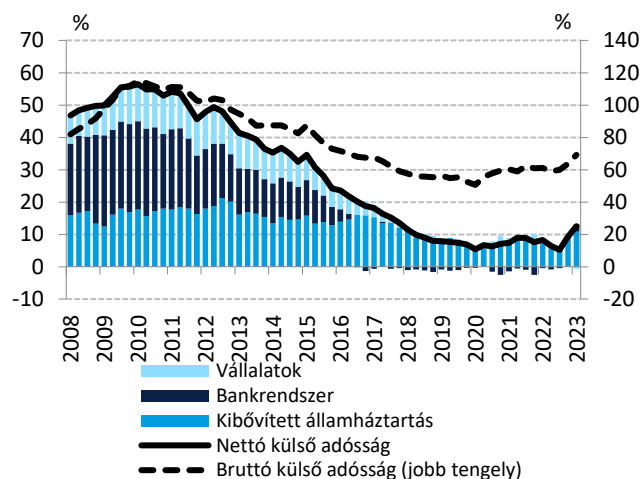
Megjegyzés: Négy negyedéves értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

fogyasztáshoz köthető adóbevételekre, illetve a növekvő kamatkiadásra vezethető vissza. A továbbra is gyors növekedést mutató nominális jövedelmek mellett csökkenő belső felhasználás a magánszektor nettó pénzügyi pozíciójának javulásának irányába hatott. A háztartások továbbra is visszafogják a fogyasztásukat, ami érdemben javította a szektor nettó pozícióját. A vállalatok csökkenő nettó finanszírozási igénye a magas profit jövedelemre, valamint a csökkenő beruházási aktivitásra volt visszavezethető.

2023 első negyedévében a gazdaság nettó külső adóssága a GDP 12 százaléka fölé emelkedett (5-4. ábra). A mutató alakulása nagyobb részt tranzakciókhoz, kisebb részt az ártértékelődésekhez volt köthető, amit a nominális GDP bővülése nem tudott ellensúlyozni. A bruttó külső adósság a GDP 69 százaléka fölé emelkedett, ami szintén elsősorban az adósságbeáramlásra volt visszavezethető.

5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása



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

Forrás: MNB

5-1. keretes írás: Mit mutat a folyó fizetési mérleg tévedések és kihagyások egyenlegének alakulása?

Egy gazdaság külső, pénzügyi egyensúlyának alakulása elemezhető a reálgazdaság oldaláról és finanszírozási szemléletben is. A reálgazdasági megközelítés (felülről számított finanszírozási képesség) szerint a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg összegében a jövedelmek és a költségek viszonya tükröződik: a jövedelmet meghaladó belföldi fogyasztás és beruházás külső finanszírozási igényt jelez. Ennek tükröképeként a finanszírozási (alulról számított) megközelítés a pénzügyi mérlegre támaszkodva azt mutatja meg, hogy – finanszírozási igény esetén – milyen jellegű külfölddel szembeni tartozás növekedés vagy követelés csökkenés finanszírozta a jövedelmen felüli költsékezést.

A két szemléletnek elméletileg azonos külső finanszírozási képességet kellene eredményeznie, azonban az adatgyűjtésekből számított kétféle megközelítésű külső pozíció általában eltér egymástól. Az összesített eltérés a fizetési mérleg statisztika „Tévedések és kihagyások egyenlege” (net errors and omissions, **NEO**) tételében jelenik meg. Az eltérés hátterében többféle tényező állhat, amelyek közül a legfontosabbak:

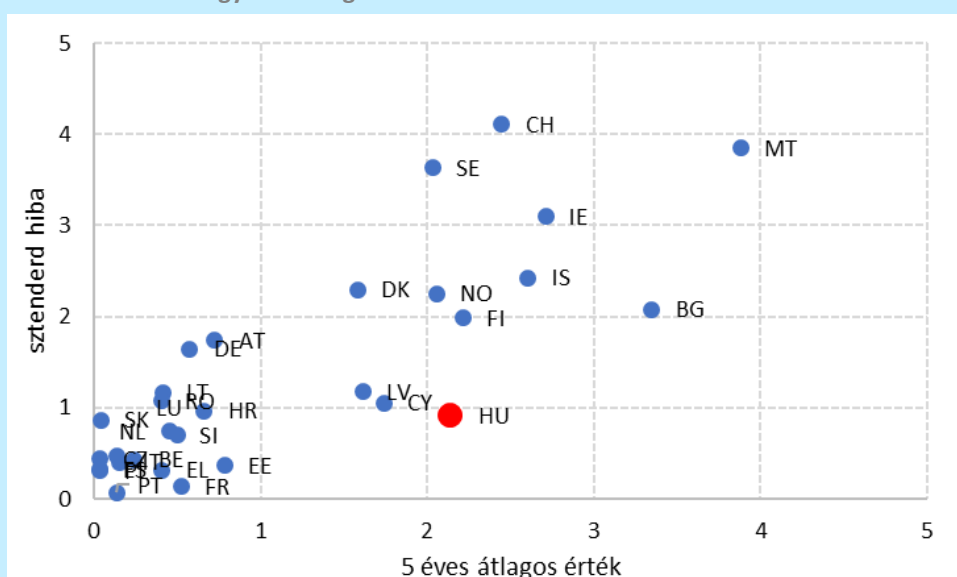
- az adatok több forrásból származnak, amelyeknek kis mértékben eltérhet a módszertana/lefedettsége,
- a megfigyelés nem teljes körű, illetve időben eltérhet,
- az árfolyamok kezelése eltérő lehet,
- az adatszolgáltatók oldaláról előfordulhatnak hibák.

A NEO megléte tehát alapvetően nem azt jelzi, hogy tranzakciók nincsenek megfigyelve, hanem azt, hogy vagy csak az egyik vagy másik szemléletben láthatók, vagy nem egységesen mérjük.

Magyarországon a folyó fizetési mérlegben a tévedések és kihagyások egyenlege (NEO) az elmúlt időben a sok éves átlaga fölé emelkedett – ami azonban az európai országok többségében is jellemző volt. 2014-től 2020 közepéig az értéke jellemzően a GDP 1-2 százaléka körül alakult (vagyis a pénzügyi mérleg szerinti finanszírozási képesség ennyivel maradt el a folyó és tőkemérleg összegeként előálló finanszírozási képességtől). 2023 második negyedévében ugyanakkor GDP-arányos mértéke 3 százalék fölé emelkedett – miközben az európai országok többségében is nőtt a nagysága. Ennek a növekedésnek jelentős részét az árfolyamok és a fontos külkereskedelmi termékek kiemelkedően magas volatilitása okozhatta. A hazai folyó fizetési mérlegben annak ellenére emelkedett a tévedések és kihagyások egyenlege, hogy az MNB az eltérés csökkentése érdekében az elmúlt negyedévekben is folyamatosan javította a statisztikákat (pl. új adatforrások bevonásával, amellyel jobban meg lehet ragadni a háztartások és a nem pénzügyi vállalatok külföldi eszközeinek alakulását). Ugyanakkor az intézményi (KSH, MNB stb.) vagy vállalatok felől érkező adatrevíziók is jelentősen csökkenthetik a tévedések és kihagyások nagyságát (a 2022. szeptemberi adatközléskor a NEO négy negyedéves abszolút értéke a GDP mintegy 1 százalékaival mérséklődött).

A tévedések és kihagyások egyenlegének értéke a magyar folyó fizetési mérlegben nemzetközi összehasonlításban viszonylag magas – azonban a többi országhoz képest alacsony változékonyságú. A NEO hazai értéke az elmúlt 5 évben átlagosan a GDP 2,0 százalékát tette ki, ami az európai országok között a felső negyedben helyezkedik el. A magas mutatójú országok csoportjához viszonyítva azonban kisebb volt a változékonysága (5-5. ábra), ami arra utal, hogy a hazai NEO – a többi magas mutatójú országtól eltérően – jellemzően stabil értéket mutat, vagyis vélhetően kevesebb és kevésbé változó tényezőt nem mér jól a statisztika.

5-5. ábra: Tévedések és kihagyások átlagos értékének abszolút értéke és az éves értékek változékonysága

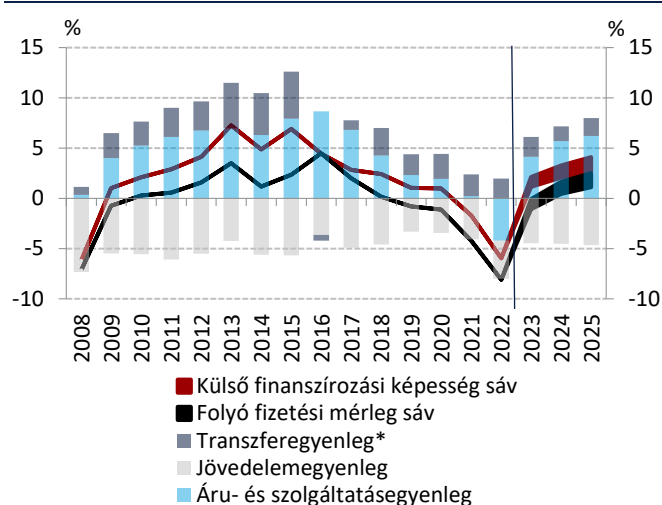


Forrás: Eurostat

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A folyó fizetési mérleg hiánya a külkereskedelmi egyenleg javulásával összefüggésben 2023-ban a GDP 1 százaléka alá csökken, majd 2024-től többletbe fordul. Az idei évben a külkereskedelmi egyenleg javulása egyrészt az import oldalon az energiaszámla csökkenéséhez és a belső kereslet lassulásához kötődik, miközben az export is élénk marad. A világgazdasági környezet normalizálódása, valamint a termelőre forduló beruházások 2024 után a külső egyensúlyi pozíciók további javulásának irányába hatnak. A szektorok finanszírozási folyamatai szerint a magánszektor nettó pozíciója – elsősorban a lassuló belső kereslettel összefüggésben – többletbe fordul. Ezzel párhuzamosan folytatódik az állam finanszírozási igényének lassú csökkenése.

5-6. 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 egyenleg	-2,9	-8,9	-0,5	1,0	1,5
Energia egyenleg	-4,4	-9,7	-4,2	-3,9	-3,6
Egyéb	1,5	0,8	3,8	4,9	5,1
Szolgáltatás-egyenleg	3,3	4,7	4,6	4,7	4,7
Külkereskedelmi egyenleg	0,2	-4,2	4,1	5,7	6,2

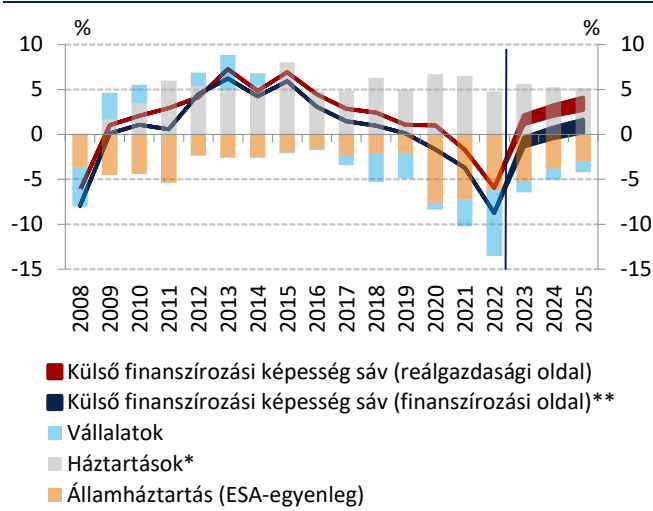
Forrás: KSH, MNB

2023-ban a jelentős mértékben javuló külkereskedelmi egyenleg hatására a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 1 százaléka alá mérséklődik (5-6. ábra). A GDP 8 százalékat mutató tavalyi hiány után 2023-ban számottevően emelkedik a folyó fizetési mérleg egyenlege. A külső egyensúly javulása döntő részben az energiaárak csökkenéséhez, illetve az energiafogyasztás alkalmazkodásához kötődik, de a hazai lakossági fogyasztás mérséklődése, a beruházások csökkenése, valamint a készletfelhalmozás visszaesése is érdemben hozzájárul. Mindemellett az erős közúti jármű és akkumulátorgyártással összefüggésben az export is támogatja a külkereskedelmi egyenleg javulását. 2024-től az elmúlt időszakban kiépült új exportkapacitások termelésbe állása, valamint a normalizálódó világgazdasági környezet eredményeként a kedvező külkereskedelmi folyamatok fennmaradhatnak. Összességében a folyó fizetési mérleg hiánya 2023-ban a GDP 1 százaléka alá esik vissza, majd várhatóan többletbe fordul. A tőkemérleg egyenlege az EU költségvetési ciklus végéhez közeledve az előrejelzési horizont közepén csökken, de továbbra is érdemben hozzájárul az ország külső finanszírozási képességéhez.

Az energiaegyenleg hiányának csökkenése jelentős mértékben járul hozzá a külső egyensúly javulásához. Az energiaárak mérséklődése, az alkalmazkodó gazdasági szektorok, valamint a nominális GDP emelkedése érdemben csökkenti az energiaegyenleg GDP-arányos hiányát. Az élénk export, illetve a belföldi kereslet összehúzódása az egyéb áru egyenleg növekvő többletében tükröződik. Az elkövetkező években folytatódhat az energiaegyenleg fokozatos javulása (5-1. táblázat).

A szektorok finanszírozási folyamatai alapján 2023-ban ismét pozitívba fordul a magánszektor nettó pozíciója, miközben az államháztartási hiány mérséklődik (5-7. ábra). A költségvetési hiány csökkenése az idei évben is folytatódik, azonban annak szintje továbbra is viszonylag magasnak mondható, ami a fogyasztáshoz kapcsolódó adóbevételek előirányzattól elmaradó növekedéséhez, illetve a növekvő kamatterherhez kötődik. A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása a fogyasztás és a lakossági

5-7. 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.

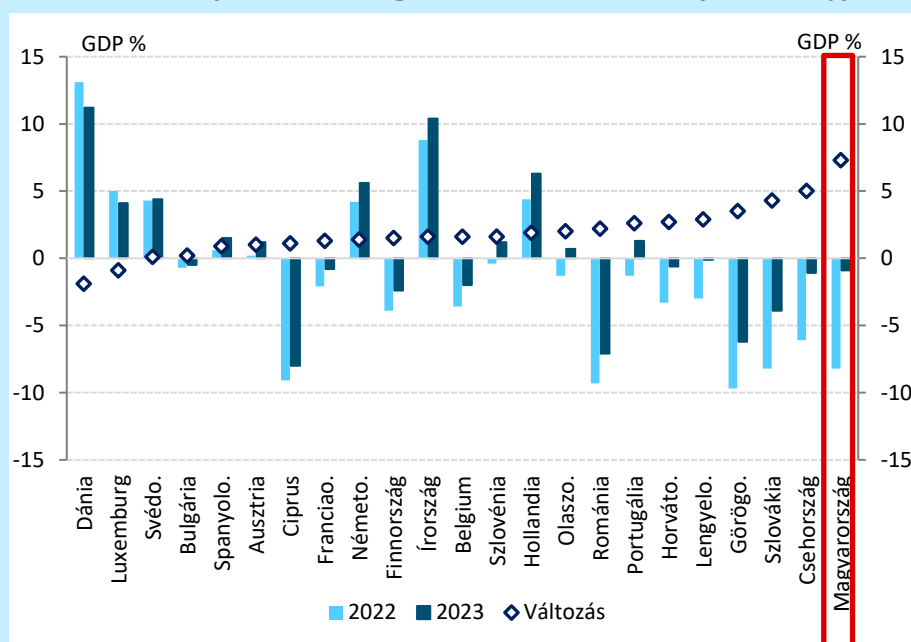
Forrás: MNB

beruházás idejéig visszaesésével párhuzamosan emelkedik, majd 2024-től a belső felhasználás élénkülésével fokozatosan csökken. A vállalatok nettó pozíciója visszaeső vállalati beruházások, valamint érdemben bővülő vállalati profitok hatására számottevően mérséklődik, amit az alacsonyabb energiaárak is támogatnak. Az előrejelzési horizont második felében a beáramló uniós források, valamint a helyreálló külső környezet tovább csökkenti a szektor finanszírozási igényét.

5-2. keretes írás: A jelentősen javuló külső egyensúly háttere

A külső egyensúly 2023-ban várható, historikus összevetésben is kiemelkedő mértékű javulása mögött elsősorban a külkereskedelmi egyenleg növekedése áll. Míg 2022-ben a külkereskedelmi egyenleg hiánya meghaladta a GDP 4 százalékát, addig 2023 első felében már hasonló mértékű többlet halmozódott fel. Ez a GDP arányosan 8 százalékpontos javulás még a 2008 utáni jelentős egyenlegjavulásnál is erőteljesebb, és EU-s összehasonlításban is a legmagasabb (5-8. ábra). A külkereskedelmi egyenleg – ezen belül az energia, illetve az energián kívüli tételek – nagymértékű javulásának köszönhetően 2023-ban a folyó fizetési mérleg egyenlegének hiánya a tavalyi mélypontot követően idén a GDP 1 százaléka alá csökken, miközben a következő években várhatóan többletet alakul ki. A külső egyensúly jelentős javulása alapvetően a kedvező áruforgalmi folyamatokra vezethető vissza, aminek egyes elemeit, illetve az éves folyó fizetési mérleg egyenlegére gyakorolt pozitív hatásait vizsgáljuk meg részletesebben a keretes írásunkban.

5-8. ábra: A folyó fizetési mérleg várható változása az előrejelzések alapján

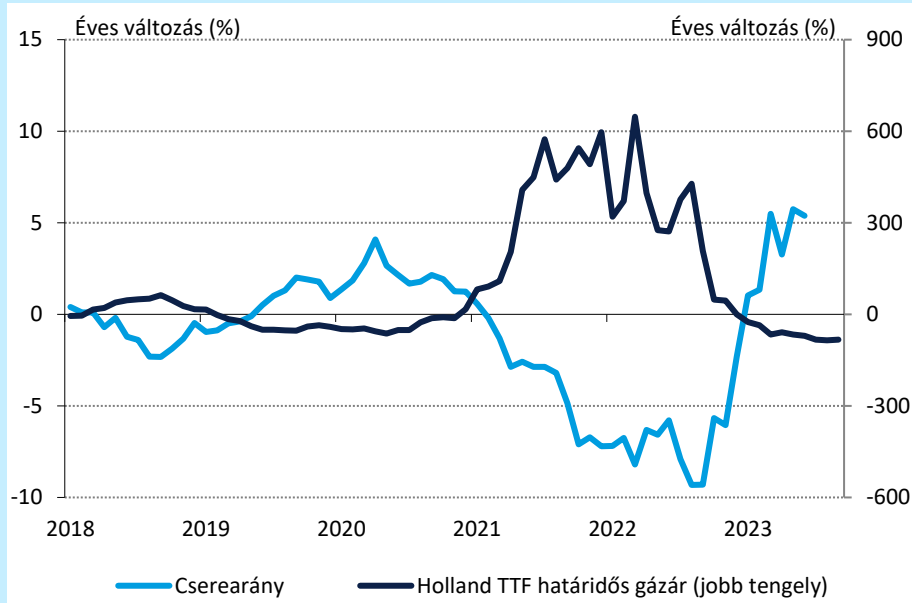


Megjegyzés: A 2023-as előrejelzés Bloomberg gyűjtés (balti országokra és Máltára nem áll rendelkezésre adat), Magyarország esetén MNB előrejelzés.

Forrás: Eurostat, Bloomberg, MNB

Az energiaárak mérséklődésének hatására a cserarány folyamatosan javult év eleje óta, ezzel is támogatva az energiahordozók egyenlegét (5-9. ábra). A tavalyi év során az ásványi fűtőanyagok összesen közel 10 milliárd euróval rontották a hazai árukereskedelmi egyenleget. Az idei első félévben átlagosan 28,6 százalékkal csökkent a termékör euróban számított behozatala éves alapon, így összesen több, mint 2 milliárd euró volt az egyenleg javulásához való hozzájárulásuk. A javuló energiaegyenleget a kedvezőbb árak mellett a visszafogott gazdasági aktivitás, az energiafelhasználás alkalmazkodása és a tavalyitól eltérő beszerzési időzítés egyaránt befolyásolta.

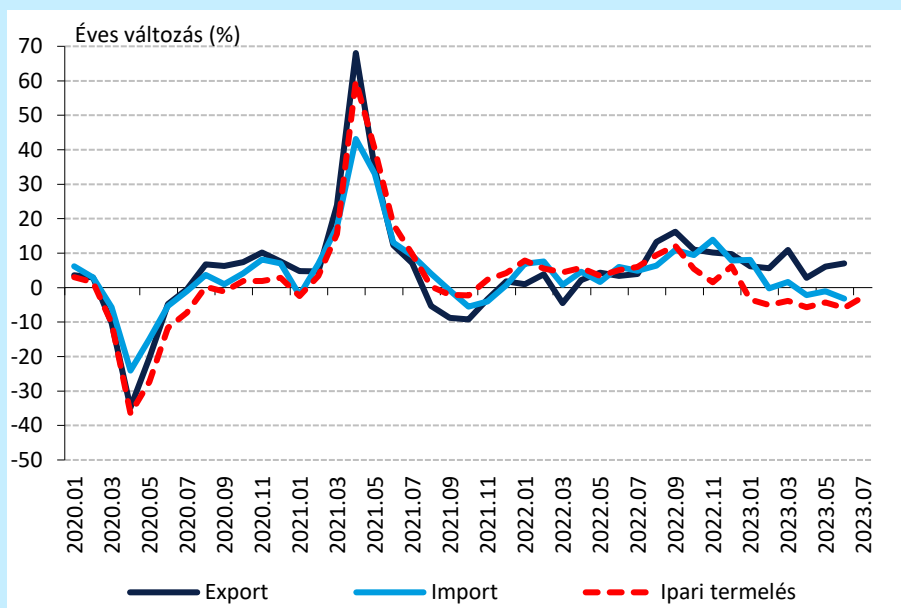
5-9. ábra: A külkereskedelmi cserearány és a gázár éves változásának alakulása



Megjegyzés: A külkereskedelmi cserearány a havi áruforgalmi statisztika alapján áll elő, a legfrissebb elérhető adat júniusi. A gázár a holland TTF határidős gáztőzsde jegyzései alapján számolva.
Forrás: Bloomberg, KSH

Az áruexport volumene a visszaeső ipari termelés ellenére 6,4 százalékkal bővült az első félévben, míg az áruimport mindössze 0,5 százalékkal nőtt éves alapon (5-10. ábra). A második negyedévtől már visszaesést mutató import háttérben a tovább csökkenő, nagy importhányaddal bíró belső keresleti tételek állnak. A tavalyi évben folyamatosan lassult, az idei első felében pedig éves alapon 1,8 százalékkal mérséklődött a háztartások fogyasztásának volumene. A bruttó állóeszköz-felhalmozás volumene már a tavalyi év utolsó negyedében is csökkent éves alapon, az idei első félévben pedig 11,3 százalékos visszaesést mértek. A belső kereslet importvonzata relatíve magas, a lakossági fogyasztás közel 40 százaléka, míg a beruházások 50-60 százaléka származik külföldről, így ezen tételek csökkenése pozitívan járul hozzá az áru egyenleg változásához.

5-10. ábra: Az áruexport és az áruimport volumenének éves változása

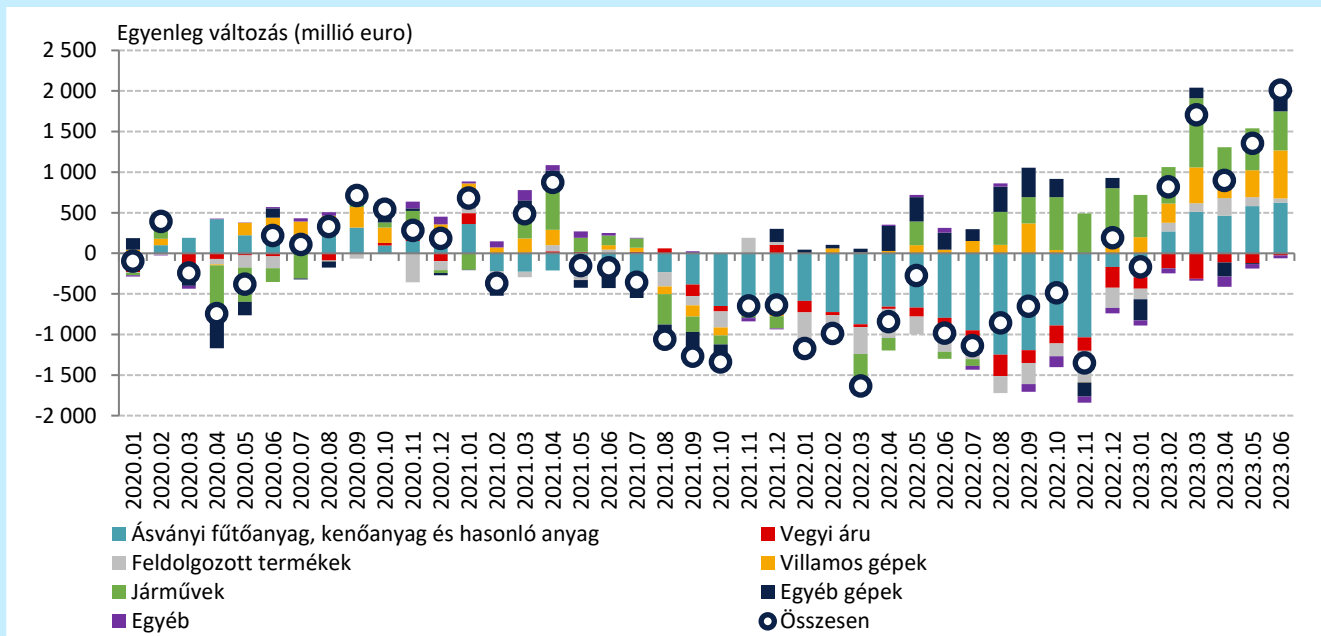


Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok alapján. Az export és import esetében a legfrissebb elérhető adat júniusi.

Forrás: KSH, MNB

A közúti járművek és villamos berendezések (beleértve az akkumulátorokat) kivitelének bővülése továbbra is jelentős (5-11. ábra). A járműexport értéke átlagosan 41,5 százalékkal, míg a villamos gépek kivitelének értéke átlagosan 29,5 százalékkal nőtt az év első felében. A teljes áruexport értékének közel 60 százalékát kitevő gépek és szállítóeszközök kivitelének értéke az idei év során átlagosan havi 23,8 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához viszonyítva és összesen közel 5 milliárd euróval járult hozzá a külkereskedelmi egyenlege javulásához.

5-11. ábra: Az árukereskedelmi egyenleg éves változásának termékcsoportonkénti alakulása



Megjegyzés: Az egyéb kategória az élelmiszer és élőállatok, az ital és dohány, a nem étkezési célú nyersanyag, valamint az állati és növényi olajok és zsírok tételek összege. Feldolgozott termékek közé tartoznak például a fa- és papíripari, a textilipari, a fémipari, a gumi- és műanyagipari termékek.

Forrás: KSH, MNB

A külkereskedelmi folyamatok hatására éves szinten a folyó fizetési mérleg egyenlegének 2022-es 8,1 százalékos hiánya 2023-ban a GDP 1 százaléka alá csökken. Éves szinten a folyó fizetési mérleg javulásáért felelős egyik legfontosabb tényező a cserearányok javulása lehet, amennyiben a tavalyi évnél jóval alacsonyabb energiaárak fennmaradnak. Az idei év első felében döntően a csökkenő energiaárak, de az energiafogyasztás alkalmazkodása is az energiaegyenleg hiányának jelentős csökkenésének irányába hatott. Mindezek eredményeként az energiaegyenleg hiánya a 2022-es 9,7 százalékos szintről a GDP 4 százaléka alá csökkenhet.

A folyó fizetési mérleg egyenlegének javuló pályáját ugyanakkor kockázatok övezik. Alapelőrejelzésünk szerint 2023-ban a folyó fizetési mérleg hiánya várhatóan a GDP 1 százaléka alatti szintre csökken. Abban az esetben azonban, ha a belső kereslet az év második felében a vártnál jelentősen gyorsabban élénkül vagy az energiaárak újra jelentősebb mértékben emelkednek, megállhat a külső egyensúly javuló trendje. Hosszabb távon csak a versenyképességet javító további intézkedések biztosíthatják azt, hogy a folyó fizetési mérleg egyenlege fenntartható módon segítse a gazdasági felzárkózást.

5.3. Költségvetési folyamatok

A költségvetés pénzforgalmi hiánya augusztus végére elérte a 3299 milliárd forintot, ami az előirányzat 97 százaléka, és az ÁKK frissített finanszírozási tervében szereplő mintegy 4100 milliárd forintos pénzforgalmi hiány 80 százaléka. Az első féléves eredményszemléletű hiány magasan alakult, a féléves GDP 7,3 százaléka volt az előzetes pénzügyi számla adatok alapján. Előrejelzésünk szerint 2023-ban csökkenhet a hiány az előző évi 6,2 százalékos GDP-arányos értékhez képest, azonban a várttól érdemben elmaradó makrogazdasági pálya és az első félévi költségvetési tényadatok alapján az idei költségvetési hiány további intézkedések nélkül a 3,9 százalékos GDP-arányos hiánycélnál magasabb, a GDP 5,2 százaléka lehet. A 2023. évi deficit pontos mértékét nagyban befolyásolja a kiadások év végi kontrollja is. A kormányzati hiánycél 2024-re 2,9 százalékos és 2025-re 1,9 százalékos GDP-arányos deficittel számol. A GDP-arányos államadósság 2023 végére 70 százalék közelébe csökkenhet, majd az előrejelzési horizont végére 66 százalékra süllyed.

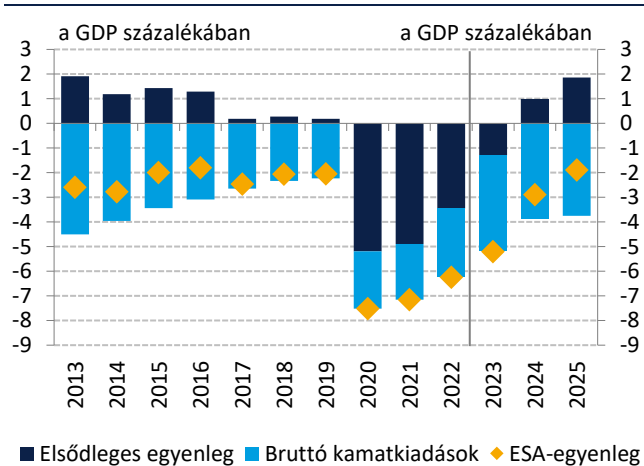
5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

	2022	2023	2024	2025
ESA-egyenleg	-6,2	-5,2	-2,9	-1,9
Elsődleges ESA-egyenleg	-3,4	-1,3	1,0	1,9
Bruttó kamatkiadások	2,8	3,9	3,9	3,8

Megjegyzés: 2024–2025-re kormányzati várakozás a GDP százalékában.

Forrás: KSH, Magyarország konvergencia programja 2023–2027, MNB

5-12. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkiadások alakulása



Megjegyzés: 2024–2025-re kormányzati várakozás a GDP százalékában.

Forrás: KSH, Magyarország konvergencia programja 2023–2027, MNB

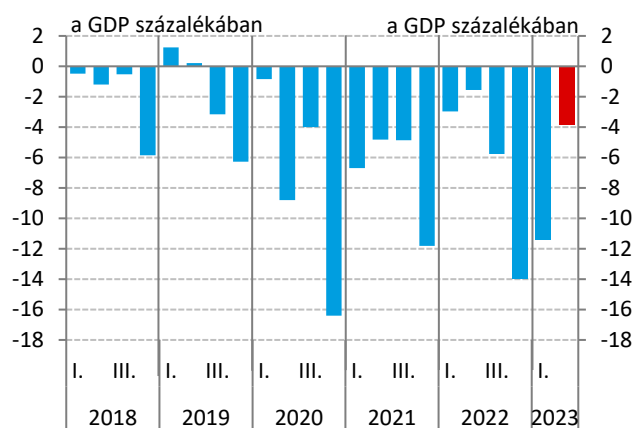
5.3.1. A főbb egyenlegmutatók és a fiskális keresleti hatás

A kormányzati szektor GDP-arányos eredményszemléletű hiánya előrejelzésünk szerint 2023-ban 5,2 százalék lehet, míg a költségvetési hiánycél 2024-ben 2,9 százalék, 2025-ben 1,9 százalék (5-2. táblázat). 2023-ban várhatóan érezhetően csökken a hiány az előző évhez képest, amiben szerepet játszanak a 2024. évi költségvetési törvényjavaslattal párhuzamosan bejelentett bevételnövelő és kiadáscsökkentő intézkedések, valamint a jelentős világgazdasági energiaár-csökkenés. A korábban várthoz képest lassuló fogyasztás hatására mérséklődik az adóbevétel-növekedés, aminek következtében a deficit 2023-ban meghaladhatja a költségvetési hiánycélt. A megemelkedett kamatkiadás szintén nehezíti a hiánycél elérését. 2024-ben a hiány további csökkenése várható a megelőző évekhez képest. A költségvetési tervezés alapján a deficit elérheti az ismét élesedő maastrichti kritériumnak megfelelő GDP-arányos szintet, azonban az idei évi makrogazdasági és költségvetési bázis alapján ennek elérését is negatív kockázatok övezik. 2025-ben a hiány költségvetési célnak megfelelő 1,9 százalékos szintre történő mérséklődéséhez a GDP-arányában közel 2 százalékos elsődleges többlet lehet szükséges (5-12. ábra).

5.3.2. A 2023. évi egyenleg

Előrejelzésünk szerint a költségvetési hiány 2023-ban a GDP 5,2 százaléka lehet, meghaladva a 3,9 százalékos GDP-arányos törvényi előirányzatot. A költségvetés pénzforgalmi hiánya augusztus végére elérte a 3299 milliárd forintot, ami az előirányzat 97 százaléka, és az ÁKK frissített finanszírozási tervében szereplő mintegy 4100 milliárd forintos pénzforgalmi hiány 80 százaléka. Az MNB által publikált előzetes pénzügyi számla adatok alapján az első féléves eredményszemléletű hiány a féléves GDP 7,3 százaléka volt (5-13. ábra). Előrejelzésünk alapján a deficit 2023-ban meghaladhatja a költségvetési hiánycélt, amit főként a vártnál kedvezőtlenebb makrogazdasági pálya következtében az előirányzattól elmaradó adóbevételek okoznak.

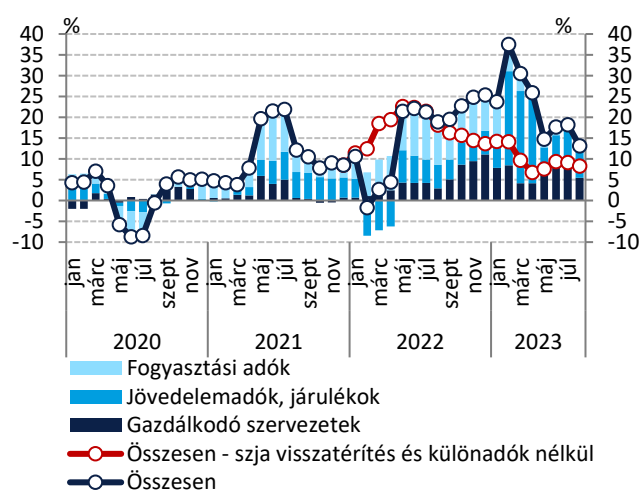
5-13. ábra: A kormányzati szektor eredményszemléletű egyenlege



Megjegyzés: A 2023. I. és II. negyedéves adat az MNB által publikált előzetes pénzügyi számlákban szereplő államháztartás nettó finanszírozási képességét mutatja.

Forrás: KSH, MNB

5-14. ábra: Az adó- és járulékbevételek előző év azonos hónapjához viszonyított alakulásának 3 havi mozgóátlaga 2020–2023-as időszakban



Forrás: MÁK, MNB

A bérek nominális növekedéséből, az szja visszatérítés 2022. évi bevételeket csökkentő hatásából, valamint az extraprofit adókból fakadóan augusztusig havi átlagban mintegy 20 százalékkal haladták meg az adóbevételek az egy évvel korábbi értéket, mely a különadók és az adóvisszatérítés hatása nélkül 9 százalékot ért el (5-14. ábra). A fogyasztás és a kiskereskedelmi forgalom csökkenése következtében ugyanakkor az áfabevételek növekedése augusztusra lényegében megállt és az év első nyolc hónapjában a nettó áfabevételek mindössze 0,1 százalékkal nőttek a megelőző év azonos időszakához viszonyítva.

A költségvetési hiány előző évhez viszonyított csökkenését támogatja a kormányzati beruházások mérséklődése, ugyanakkor nehezíti az állami kamatkidások magas infláció miatti emelkedése. A kamatkidások 2023-ban 1,1 százalékponttal, 3,9 százalékra emelkedhetnek az előző évi 2,8 százalékos szintről, amit legnagyobb részben az inflációkövető kamatozású állampapírok kamatfizetése okoz.

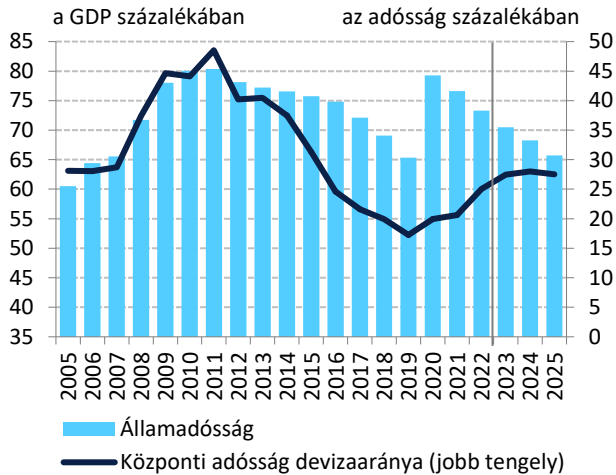
5.3.3. A 2024. és 2025. évi egyenlegek

2024-ben a költségvetési hiány a júliusban elfogadott költségvetési törvényben szereplő hiánycél alapján a GDP 2,9 százaléka lehet. A deficit mérséklődését elsősorban a költségvetési törvényjavaslattal párhuzamosan bejelentett bevételi és kiadási intézkedések, másrészt az energiaárak csökkenése támogatja, ugyanakkor nehezítik a magas állami kamatkidások.

2024-ben az extraprofitra kivetett 2022. évi adóterhek közül számos teljes egészében, illetve több adónem részlegesen fennmarad. Az adóbevételek további emelkedését szolgálja az üzemanyagok jövedéki adójának uniós minimum szinttel összhangban történő emelése és a kamatjövedelmekre kivetett szociális hozzájárulási adó. 2023 szeptemberétől emelkedtek a szabálysértési és közlekedési bírságok, valamint 2024 januárjától több útszakaszra kiterjesztésre kerül az útdíjfizetési kötelezettség. A költségvetési törvény elfogadása óta ideiglenesen a 2023. és 2024. évekre bevezetésre került a szén-dioxid kvóta adó, illetve egyes extraprofitadókat érintő adónemek (energiaellátók jövedelemadója, bányajáradék) szabályozása is változott. A kiterjesztett gyártói felelősség rendszerének bevezetése a költségvetés bevételeit csökkenti, ugyanis a befizetett EPR-díjat a vállalatok levonhatják a környezetvédelmi termékdíj-kötelezettségükből, ugyanakkor a kiadásait is érinti, mivel egyes állami szolgáltató vállalatok támogatási igénye megszűnik.

A hiány csökkenését a kiadási intézkedések is segítik, ugyanis szigorodnak a CSOK és a babaváró hitel keretében nyújtott támogatások igénylési szabályai. 2024 januárjáról a babaváró

5-15. ábra: Az államadósság várható alakulása



Forrás: MNB, ÁKK

hitel maximális összege 10-ről 11 millió forintra emelkedik, míg a jogosultak köre azon házaspárookra szűkül, ahol a feleség 30 évnél fiatalabb. A 2024. január 1-je és 2025. január 1-je közötti átmeneti időszak alatt egy éven keresztül a 30-40 év közötti nők is jogosultak a támogatásra a várandósság igazolása esetén. A Családok Otthonteremtési Kedvezménye (CSOK) a korábbi éveknél nagyobb mértékben, emelt összegű CSOK-kal támogatja a kistelepülésen élő vagy oda költöző gyermekek nevelő, illetve gyermeket vállaló családok otthonteremtését, míg a városokban 2024. január 1. után nem lehet igénybe venni a CSOK-ot.

Költségvetési törvény hiányában a 2025-re rendelkezésre álló kormányzati várakozás alapján a hiánypálya további csökkenése várható.

5.3.4. Az alappályát övező kockázatok

Az adóbevételek alakulását jelentősen befolyásolják a makrogazdasági folyamatok, az EU források beérkezéséig továbbra is bizonytalanság övezi, míg az energiaárak jelenlegi szintje kismértékű pozitív kockázatokat hordoz. A költségvetési egyenleg alakulását bevételi oldalon elsősorban a fogyasztási adókat érintő lassuló bevételi dinamika miatti kockázatok övezik. Az európai uniós transzferek beérkezéséhez kapcsolódó jelentős bizonytalanság továbbra is fennáll. A források megelőlegezése és beérkezése az államadósság alakulását, míg a végrehajtásának ütemezése az eredményeszelemletű egyenleget és a reálgazdasági folyamatokat befolyásolja. A jelenleg várható energiaárak mellett a rezsicsökkentés fenntartása továbbra is jelentős tétel marad a költségvetés számára. Ugyanakkor a költségvetés tervezésekor a most előrelátható piaci áraknál magasabban alakultak a világgpiaci energiaárak, így az előirányzatokhoz képest a jelenlegi árak mellett pozitív kockázatok jelentkeznek.

A következő évek bázisát képező idegi makrogazdasági folyamatok és a költségvetési adatok alapján a 2024-2025-ös hiánycélok elérését szintén kockázatok övezik. Az adóbevételek vártnál alacsonyabb idegi szintje a következő évekre is áthúzódhat, ami megnehezítené a célok elérését.

5.3.5. Az adósságpálya várható alakulása

Az MNB előzetes pénzügyi számla adatai alapján 2023. második negyedévének végén a GDP-arányos bruttó államadósság 75 százalék volt. Az adósságráta az előző év azonos időszakához képest 1,7 százalékponttal csökkent, míg a 2022. év végi értékhez képest 1,7 százalékponttal emelkedett. Az államadósság emelkedését a magas nettó kibocsátás okozta, ami alapján az éves kibocsátás döntő része már teljesült az év első felében. A központi államadósság devizaaránya a devizakötvény-kibocsátások

következtében 2023. első félévében 25,2 százalékra emelkedett a tavaly év végi 25 százalékról.

A forint euro árfolyam 10 forintnyi változása mintegy 0,5 százalékponttal módosítja a GDP-arányos államadósságot. Idén és jövőre a jelentős devizakibocsátás következtében tovább emelkedhet a központi adósság devizaaránya, míg 2025-re ismét csökkenő pályára állhat a központi devizaarány.

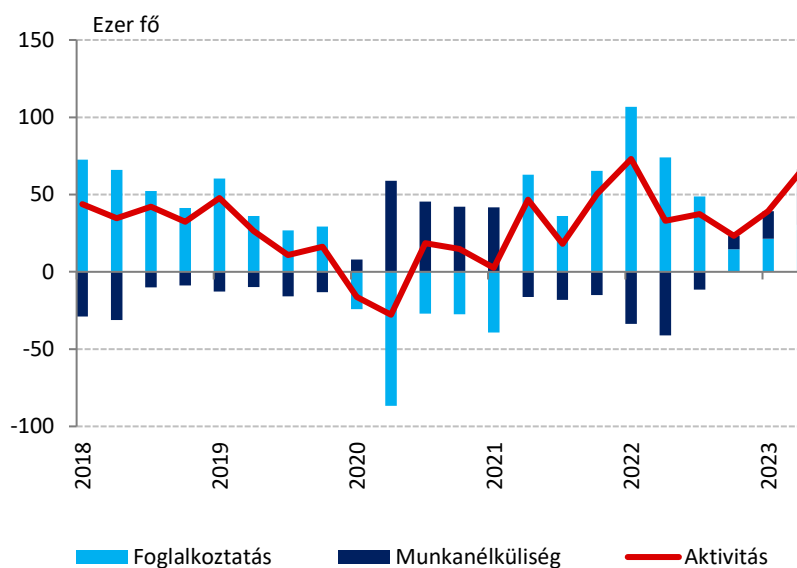
Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos bruttó államadósság 2023. év végére 70 százalék közelébe csökken, és előrejelzési horizontunkon az adósságráta folyamatos csökkenésével számolunk. Az államadósság-ráta a nominális GDP dinamikus bővülése és az év második felében várhatóan visszafogottabb adósságkibocsátás következtében csökken. Az államadósság-ráta értéke az előrejelzési horizonton évente átlagosan közel 2,5 százalékponttal csökkenhet, így 2025 végére 66 százalékra mérséklődhet (5-15. ábra).

6. Kiemelt téma

A munkaerőpiaci aktivitás emelkedésének okai

A munkapiaci aktivitás és a munkakereslet emelkedésének köszönhetően éves alapon az elmúlt három negyedévben egyszerre nőtt a foglalkoztatottak és a munkanélküliek száma. 2022 második negyedévéhez képest a foglalkoztatottság 31 ezer fővel emelkedett, és historikus csúcstól ért el. Ezzel párhuzamosan a munkanélküliek száma is hasonló mértékben, 36 ezer fővel nőtt (6-1. ábra). A munkanélküliség és a foglalkoztatás párhuzamos emelkedését magyarázhatja, hogy a növekvő megélhetési költségek miatt egyre többen szeretnének munkába állni, és így sok, korábban inaktív személy jelenik meg a munkaerőpiacon. Szintén szerepet játszhat a foglalkoztatás magas szintjének fenntartásában a munkaerő-felhalmozás jelensége.

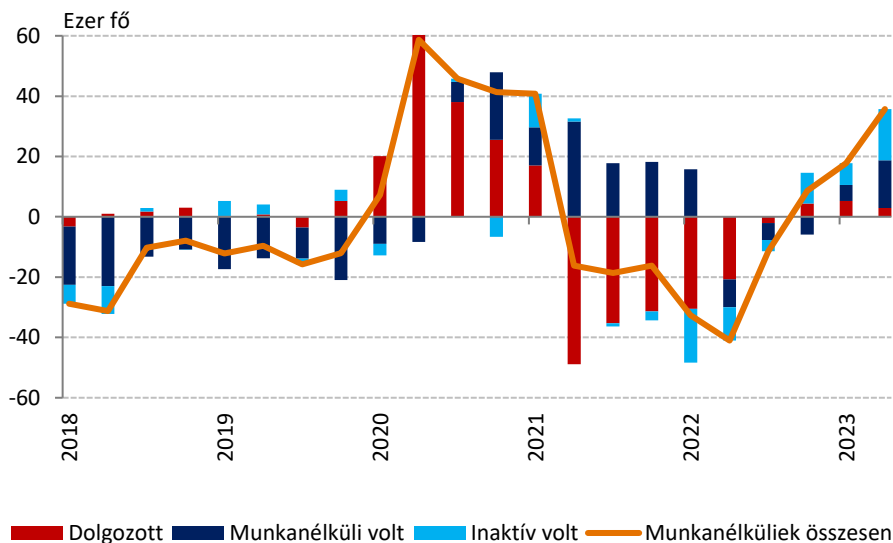
6-1. ábra: Az aktivitás változásának felbontása az előző év azonos időszakához képest



Forrás: KSH

A munkanélküliség emelkedésének szerkezetét részletesen megvizsgálva látható, hogy jelentősen bővült a korábban inaktív státuszról munkanélkülivé válók száma (6-2. ábra). A munkanélküliség 36 ezer fős emelkedésének közel felét (17 ezer főt) az inaktív státuszról a munkaerőpiacra belépők adták. Az inaktív státuszról kilépők legnagyobb csoportját a korábban háztartást, családot ellátók teszik ki (8 ezer fő); az ő munkapiacra való belépésük a megélhetési költségek emelkedésére vezethető vissza. Jelentősen nőtt (16 ezer fő) a korábbiakhoz képest az egy évvel ezelőtti munkanélküli státuszban lévők csoportja, ami arra utal, hogy bizonyos csoportok munkakeresése egyre nehezebbé vált az elmúlt időszakban, így körükben a tartós munkanélküliség emelkedett. Ez részben a képzettségi és regionális illeszkedési problémák jelenlétére utal.

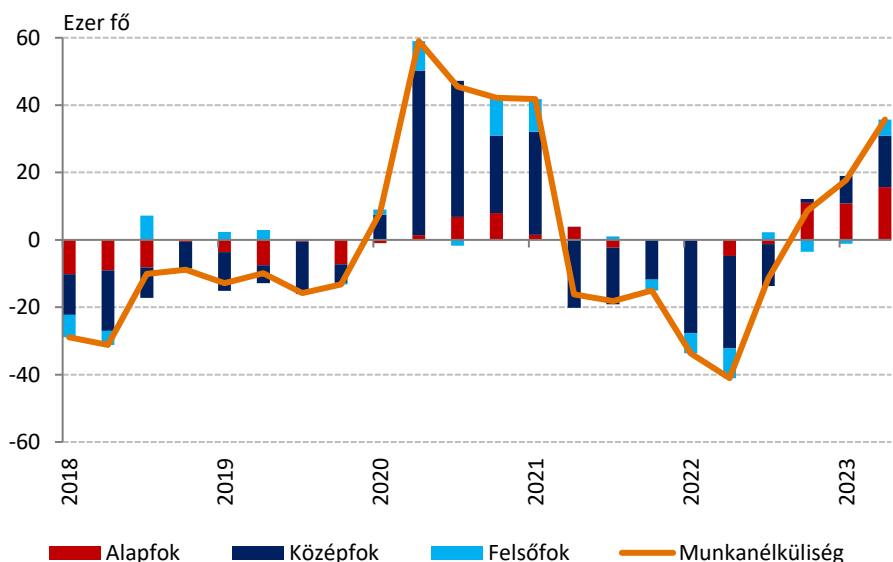
6-2. ábra: A munkanélküliek számának éves változása az egy évvel azelőtti munkaerőpiaci státusz szerint



Forrás: KSH

A munkanélküliek száma elsősorban az alacsonyan képzettek körében emelkedett (6-3. ábra). Iskolai végzettség szerint vizsgálva látható, hogy az éves alapon 2022 negyedik negyedében megindult emelkedés kezdetben szinte kizárólag az alacsony végzettséggel rendelkezőket érintette. Az idei évben a középfokú végzettséggel rendelkezők csoportjában is növekedés kezdődött. A felsőfokú végzettségűek esetén a növekedés mértéke jelentősen elmarad a másik két csoporttól.

6-3. ábra: A munkanélküliek számának változásának felbontása az előző év azonos időszakához képest, végzettség szerint



Forrás: KSH

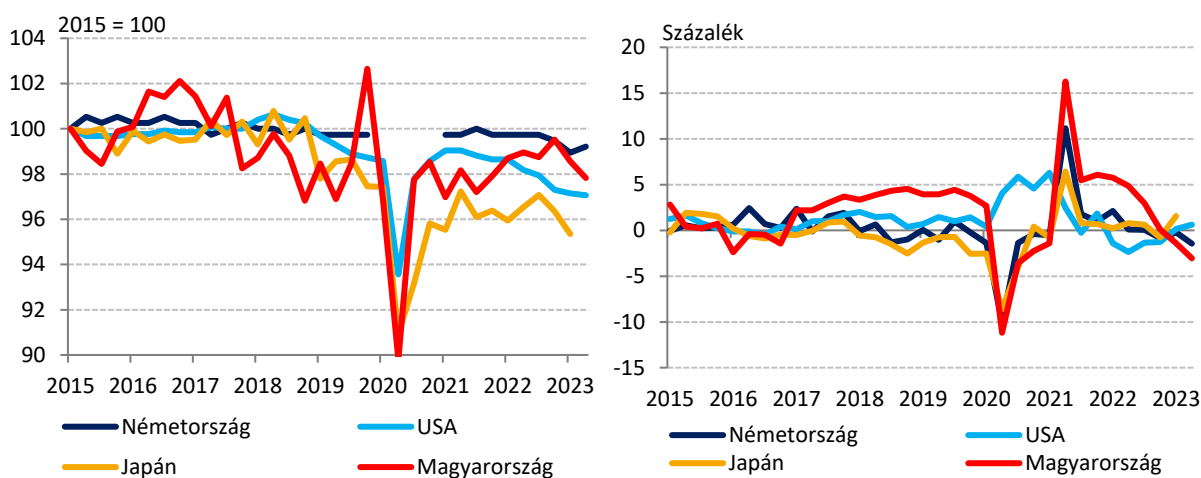
A vállalatok számára az idősödő társadalmakban, a munkaképes korú népesség csökkenése következtében egyre nagyobb nehézséget jelent az üres álláshelyek betöltése, melyre gazdasági visszaesés esetén a munkaerő-felhalmozás eszköze lehet a válasz. A munkaerő-felhalmozás (labour hoarding) azt jelenti, hogy a vállalatok a szükségesnél magasabb munkaerőállományt tartanak fenn, annak ellenére, hogy ez rövid távon a termelékenység csökkenésével járhat. A jelenség mögött a vállalatok azon motivációja áll, hogy a recessziós időszakot követő gazdasági fellendülés során versenyelőnybe kerülhetnek, ugyanis nem kell annyi erőforrást fordítaniuk munkaerőtoborzásra és betanításra, mint versenytársaiknak. Ez

a megfontolás feszes munkaerőpiaci környezetben méginkább felértékelődik. A munkaerő-felhalmozás mértéke nagyban függ attól, hogy a munkáltatók mennyire látják átmenetinek a gazdaság lassulását, visszaesését, mennyire tartanak a jövőbeni munkaerőhiánytól, és hogy mennyire költséges a meglévő munkaerő elbocsátása, valamint az új munkaerő toborzása és betanítása.

A labour hoarding jelensége nehezen azonosítható, de a ledolgozott munkaórák számának és a termelékenységnek a csökkenése két olyan jel, amely összhangban van a folyamattal. A ledolgozott munkaórák száma több gazdaságban is csökkenésnek indult, ami a munkaerő-alapú termelékenység romlásában is megmutatkozik. A fejlett gazdaságok körében a ledolgozott munkaórákban a koronavírus-járvány során bekövetkezett jelentős visszaesést általában gyorsan korrigálták a munkaerőpiacok, így azok újra megközelítették, bizonyos országok esetén meg is haladták a járvány előtti szintet. Az orosz-ukrán háború kitörését követően sok fejlett gazdaság ismételen recesszióba zuhant, ennek ellenére a foglalkoztatottak számában nem történt hasonló mértékű alkalmazkodás, míg a ledolgozott munkaórákat tekintve már megfigyelhető volt csökkenés az elmúlt negyedévekben (6-4. ábra). Bár a csökkenés mértéke enyhe, több vezető gazdaság és Magyarország esetében is megfigyelhető.

A munkatermelékenység romlása megfigyelhető volt az Egyesült Államokban és Japánban is 2022-ben, azonban, ahogy a kilábalás megindult ezekben a gazdaságokban, a produktivitás ismét emelkedő pályára állt. A földrajzi közelsége miatt a háború és az energjaválság hatásai által jobban érintett Németország esetében viszont a termelékenység továbbra is romlik, ugyanis hiába van recesszióban a német gazdaság, a foglalkoztatás továbbra is historikusan magas szintet mutat egy rendkívül feszes munkaerőpiacon. Magyarország esetén is csökkent a termelékenység éves alapon az elmúlt két negyedévben, ami a munkaerő-felhalmozás jelenségével is magyarázható.

6-4. ábra: A ledolgozott munkaórák számának alakulása (bal panel) és a termelékenység változása az előző év azonos időszakához képest (jobb panel)

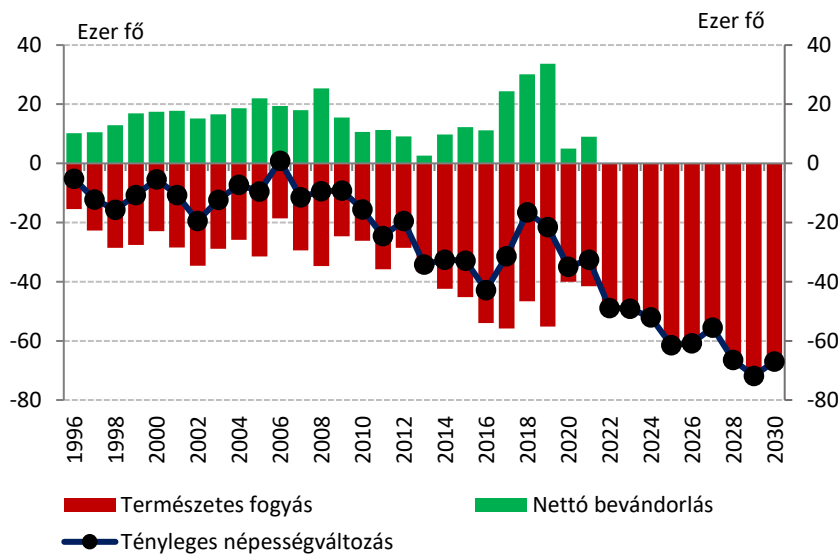


Megjegyzés: USA és Japán esetén feldolgozóipari adatok, Németország nem közölt ledolgozott munkaóra adatokat a 2020-as évről.

Forrás: Eurostat, FRED, KSH

A munkaerő-felhalmozás egyik fő oka a demográfiában keresendő. A munkaképes korú, 15-74 éves népesség az ezredforduló óta egyre növekvő ütemben csökken. A 2020-as évtizedet a 15-74 éves korosztály különösen nagy mértékű csökkenése jellemzi, mert ezekben az években érik el a statisztikailag vizsgált munkaképes kor felső határát a Ratkó-korszakban születettek. A munkaerőpiacra belépő életkori kohorszok létszáma csökken a kilépőkéhez képest, ami előrevetíti a munkaerőtoborzással kapcsolatos, a magyarországi vállalatok körében eddig is tapasztalt problémák fennmaradását és súlyosbodását, beleértve a toborzás költségeinek növekedését. 2030-ig az Eurostat népességelőrejelzésén alapuló becslésünk szerint (a migráció hatásait figyelmen kívül hagyva) több mint 450 ezer fővel lesz kisebb a munkaképes korúak száma a népesség elöregedése és természetes fogyása következtében. Az elmúlt évtizedekben a munkaképes népesség természetes fogyását a nettó – főleg a Kárpát-medencéből érkező – bevándorlás jelentős részben ellensúlyozta (6-5. ábra).

6-5. ábra: A természetes népességváltozás és a bevándorlás hatása a 15-74 éves korú népességre



Megjegyzés: 2022-től kezdődően az Eurostat népességelőrejelzése került megjelenítésre. A korcsoportra vonatkozó egyenleg 1995 és 2008 között becslés a teljes népesség nettó bevándorlási egyenlege alapján.

Forrás: Eurostat

Össességében megállapítható, hogy a foglalkoztatás és a munkanélküliség együttes emelkedése több okból fakad, melyek közül kifejezetten fontos a munkaerő-felhalmozás jelensége, illetve a magas megélhetési költségek által elsősorban az alacsonyán képzettek körében előidezett belépési hullám. Hosszú távon továbbra is a munkaerőhiány ígérkezik a legégetőbb problémának, a kedvezőtlen demográfiai trendeknek köszönhetően. A munkaképes korú népesség csökkenése az évtized folyamán egyre erősebb korlátját képezi majd a foglalkoztatás bővülésének.

Ábrák és táblázatok jegyzéke

Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása	12
1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája	12
1-3. ábra: Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója	13
1-4. ábra: A HICP infláció csökkenése január óta az EU-ban (2023. augusztus)	15
1-5. ábra: Az infláció és a maginfláció évesített 3 havi árváltozása.....	15
1-6. ábra: Az előző decemberhez képesti árváltozás alakulása az Európai Unió országaiban (2023. augusztus)	16
1-7. ábra: Infláció 2023. januári csúcstértékhez képesti változásának dekompozíciója	16
1-8. ábra: A termelői árak és a maginfláció késleltetett kapcsolata.....	17
1-9. ábra: Az élelmiszerárak szórása (bal ábra) és a termékek árváltozása áruháztípusonként (jobb ábra).....	18
1-10. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája.....	19
1-11. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése.....	19
1-12. ábra: A fogyasztás, valamint a rendelkezésre álló jövedelem tételeinek éves változása.....	20
1-13. ábra: A háztartási szektor hitelállományának éves változása	20
1-14. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában.....	21
1-15. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	22
1-16. ábra: Az exportpiaci részesedés változása	22
1-17. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása	23
1-18. ábra: A munkaképes korú népesség és a versenyszférában foglalkoztatottak számának éves változása	23
1-19. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása	24
2-1. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	27
3-1. ábra: A GDP növekedése a világ meghatározó gazdaságaiban	31
3-2. ábra: A világ ipari termelésének és a világkereskedelemnek az alakulása.....	32
3-3. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása	32
3-4. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban	33
3-5. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban	33
3-6. ábra: A 10 éves amerikai és német állampapírhozamok alakulása	34
3-7. ábra: Nyersanyagárak alakulása	35
3-8. ábra: A GDP éves változása 2023. második negyedévben az Európai Unió országaiban	37
3-9. ábra: A GDP éves változásának felhasználás oldali dekompozíciója	37
3-10. ábra: A GDP éves változásának termelés oldali dekompozíciója	38
3-11. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések és az online pénztárgépek forgalmának éves változása reálértéken.....	38
3-12. ábra: Lakáspiaci tranzakciók száma településtípusonként	39
3-13. ábra: A beruházások éves változásának felbontása	39
3-14. ábra: Az egyes nemzetgazdasági szektorok beruházási teljesítményének éves változása	40
3-15. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	40
3-16. ábra: A hazai ipari termelés éves változásának ágazati felbontása.....	41
3-17. ábra: Az építőipari termelés éves változása	41
3-18. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása	42
3-19. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása	42
3-20. ábra: Foglalkoztatottak és a rendelkezésre álló nem támogatott üres álláshelyek számának alakulása.....	43
3-21. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében	43
3-22. ábra: A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók	43
3-23. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása	44
3-24. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban.....	45

3-25. ábra: A világpiacon élelmiszerárak alakulása	46
3-26. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása	46
3-27. ábra: A fogyasztói árak havi átváltozásának alakulása üzemanyagok és szabályozott árak nélkül	47
3-28. ábra: Az infláció dekompozíciója	47
3-29. ábra: Az inflációs alapmutatók	47
3-30. ábra: Az iparcikkek átváltozása	48
3-31. ábra: Az iparcikkek havi átváltozásának alakulása	48
3-32. ábra: A piaci szolgáltatások havi átváltozása	48
3-33. ábra: Inflációs várakozások a régióban	49
3-34. ábra: Infláció az egyes társadalmi rétegekben	50
3-35. ábra: Termékcsoportok súlya a társadalmi csoportok fogyasztói kosarában	50
3-36. ábra: A bruttó működési eredmény éves változása a 10 legnagyobb profitemelkedéssel bíró ágazatban	51
3-37. ábra: Magyarország inflációs különbözetének dekompozíciója a V3 országokhoz képest	52
3-38. ábra: Piaci szolgáltatások inflációja Magyarországon	53
3-39. ábra: Telekommunikációs szolgáltatások inflációja az Európai Unió országaiban	53
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői	55
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása	55
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya	56
4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása	56
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása	56
4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába	57
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részeségben	57
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje	58
4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegmensben	58
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei	59
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása	59
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint	60
5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása	60
5-5. ábra: Tévedések és kihagyások átlagos értékének abszolút értéke és az éves értékek változékonysága	61
5-6. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása	62
5-7. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása	63
5-8. ábra: A folyó fizetési mérleg várható változása az előrejelzések alapján	64
5-9. ábra: A külkereskedelmi cserearány és a gázár éves változásának alakulása	65
5-10. ábra: Az áruexport és az áruimport volumenének éves változása	65
5-11. ábra: Az árukereskedelmi egyenleg éves változásának termékcsoportonkénti alakulása	66
5-12. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása	67
5-13. ábra: A kormányzati szektor eredményzempléletű egyenlege	68
5-14. ábra: Az adó- és járulékbévételek előző év azonos hónapjához viszonyított alakulásának 3 havi mozgóátlaga 2020–2023-as időszakban	68
5-15. ábra: Az államadósság várható alakulása	69
6-1. ábra: Az aktivitás változásának felbontása az előző év azonos időszakához képest	71
6-2. ábra: A munkanélküliek számának éves változása az egy évvel azelőtti munkaerőpiaci státusz szerint	72
6-3. ábra: A munkanélküliek számának változásának felbontása az előző év azonos időszakához képest, végzettség szerint	72
6-4. ábra: A ledolgozott munkaórák számának alakulása (bal panel) és a termelékenység változása az előző év azonos időszakához képest (jobb panel)	73
6-5. ábra: A természetes népességváltozás és a bevándorlás hatása a 15-74 éves korú népességre	74

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei	13
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása	13
1-3. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása	21
1-4. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	25
1-5. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....	26
5-1. táblázat: A GDP-arányos külkereskedelmi egyenleg alakulása	62
5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók.....	67

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. szeptember

Nyomda: Prospektus Kft.

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1013 BUDAPEST, KRISZTINA KÖRÚT 55.