



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2023
DECEMBER

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

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2023
DECEMBER

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 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 és költségvetési elemzésekért felelős ügyvezető igazgató általános irányítása alatt készült. A jelentés elkészítésében a Közgazdasági előrejelzés és elemzés, a Monetáris politika és pénzügyi elemzés, a Költségvetési 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. december 14-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	17
1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk	24
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	28
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	33
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése	33
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése	38
3.3. Munkaerőpiac	47
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója	51
3.5. Költségek és infláció	52
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	58
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	58
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	62
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	64
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	64
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	66
5.3. Költségvetési folyamatok	68
6. Kiemelt témák	72
6.1. A reálkamatok hatása a fogyasztásra és a beruházásra	72
6.2. Az állami kamatkidadások emelkedését meghatározó tényezők	78
Ábrák és táblázatok jegyzéke	82

Keretes írások jegyzéke

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink	14
1-2. keretes írás: Az új hulladékgazdálkodási rendszer inflációs hatása	16
1-3. keretes írás: Hogyan alakulhat a fogyasztás helyreállása a reálbérek növekedését követően?	21
3-1. keretes írás: A magyar gazdaság teljesítménye nemzetközi összehasonlításban	43
3-2. keretes írás: A minimálbér-emelés gazdasági hatásai	48
3-3. keretes írás: Az élelmiszerárak alakulása	55
4-1. keretes írás: Bőséges a vállalatok likvid pénzügyi eszköz állománya	60

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 harmadik negyedében az Európai Unióban és Kínában lassult, míg az Egyesült Államokban gyorsult a gazdasági növekedés. A rövid távú kilátásokat továbbra is lefelé mutató kockázatok övezik, amit az általánosan feszült geopolitikai helyzet tovább fokoz.

A harmadik negyedévben az amerikai GDP 3,0 százalékkal bővült éves összevetésben, míg Kínában 4,9 százalékos éves növekedést regisztráltak. Ugyanebben az időszakban az EU gazdasága stagnált az előző év azonos időszakához képest. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország kibocsátása 2023 harmadik negyedében 0,4 százalékkal mérséklődött éves összevetésben.

Az Európai Unióban a 2022. októberi inflációs csúcs óta folyamatosan mérséklődik az éves fogyasztóiár-index. A defláció 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 mutatnak. Az Egyesült Államokban novemberre 3,1 százalékra, míg az eurozónában 2,4 százalékra mérséklődött az infláció. Novemberben a régiós országok közül Romániában 6,7, Csehországban 7,3, míg Lengyelországban 6,6 százalékkal emelkedtek az árak éves összevetésben. A fejlett gazdaságokban a maginflációs mutatók ugyanakkor csak lassabb ütemben mérséklődtek.

Az elmúlt negyedév során a globálisan meghatározó jegybankok változatlan szinten tartották irányadó kamatlábaikat. A régióban a lengyel jegybank novemberben és decemberben nem módosította az irányadó rátát a szeptemberi és októberi kamatcsökkentések után. A cseh és a román jegybank nem változtatott az alapkamaton az elmúlt negyedév során.

Az Egyesült Államokban a Federal Reserve (Fed) 5,25–5,50 százalékos szinten tartotta az irányadó ráta célszámát. A jegybanki kommunikáció alapján a következő lépésként már a kamatcsökkentés lehetősége is felmerült. A Fed emellett folytatta mérlegének fokozatos csökkentését. Az Európai Központi Bank (EKB) a szeptemberi kamatemelést követően nem változtatott az irányadó rátákon. A jegybank szerint az irányadó kamatok olyan szinten vannak, amely kellően hosszú ideig fenntartva jelentősen hozzájárul az infláció célértékhez való visszatéréséhez. A jegybank decemberben bejelentette, hogy 2024 második felében havonta átlagosan 7,5 milliárd euróval csökkenteni kívánja a PEPP portfóliót.

A lengyel jegybank novemberi és decemberi kamatdöntő ülésén is változatlanul 5,75 százalékon tartotta az irányadó rátáját, miután szeptemberben 75, októberben pedig 25 bázisponttal csökkentette azt. A cseh és a román jegybank nem változtatott 7,0 százalékos irányadó rátáján. A Magyar Nemzeti Bank 2023 szeptembere és novembere között összesen 250 bázisponttal csökkentette az effektív rátát. Az effektív kamat szeptemberi 100 bázispontos csökkentésével lezárta a rendkívüli kamatkörnyezet normalizációját, ezt követően az alapkamatot októberben és novemberben egyaránt 75 bázisponttal mérsékelte, így az irányadó kamat novemberre 11,5 százalékra csökkent.

Az elmúlt negyedévben összességében javult a befektetői hangulat. A gázai konfliktus átmenetileg növelte a befektetői kockázatkerülést az időszak első felében, ugyanakkor az amerikai kormányzati leállás elkerülése és a korábban vártnál jobban mérséklődő amerikai és európai infláció is hozzájárult a pénzpiaci hangulat javulásához.

Az elmúlt negyedévben alapvetően a meghatározó jegybankok kamatpolitikájával kapcsolatos várakozások, valamint a gázai konfliktus befolyásolta az eszközárak alakulását. Az Amerikai Egyesült Államokban a kormányzati leállás elkerülése szintén pozitív hatással volt a befektetői hangulatra. A piaci árazások alapján a Fed és az EKB is elérte a kamatpálya tetejét és előretételek erősebbek a kamatcsökkentések 2024-es megkezdésével kapcsolatos várakozások.

Az elmúlt időszakban az európai gáz ára mérséklődött, míg az olajárak 75 dollár közelébe csökkentek a gázai konfliktus okozta nagyobb volatilitás mellett. Az olajárak csökkenését elsősorban a vártnál nagyobb mennyiségű kínálat okozta, főként a brazil és amerikai kitermelők felől. Ezzel párhuzamosan a keresletre vonatkozó várakozások is csökkentek, főként a kínai gazdasági lassulás következtében. A dollár gyengült mind a fejlett, mind a feltörekvő piaci devizákkal szemben az időszak során. A gyengülés mögött elsősorban a vártnál alacsonyabban alakuló inflációs adatot követő Fed kommunikáció áll, amely alapján a befektetők nem számítanak több kamatemelésre. Jelentősen mérséklődtek a fejlett piaci hozamok, amivel párhuzamosan a főbb tőzsdeindexek emelkedtek.

Az elmúlt negyedévben a hazai pénzügyi piacokon is javult a hangulat, többek között az EU forrásokkal kapcsolatos pozitív fejlemények hatására. A hazai bankközi hozamok, valamint a rövid oldali állampapírpiazi hozamok számottevően csökkentek az MNB kamatcsökkentéseivel párhuzamosan. A forint az időszak egészében folyamatosan erősödött az euróval szemben.

Az 5 éves hitelkockázati (CDS) felár tovább mérséklődött, miközben az állampapírpiazi hozamgörbe is tovább tolódott lefelé. A hosszú oldali hozamok mérséklődését támogatták a nemzetközi folyamatok is, ahol szintén jelentős volt a hozamcsökkenés, míg a rövid oldalra az MNB kamatcsökkentései hathattak erősebben. A bankközi kamatok az állampapírpiazi hozamoknál nagyobb mértékben, szintén minden futamidőn mérséklődtek. A rövid oldali pénzpiaci hozamok minden részpiacon lekövezték az effektív kamat csökkentését. A forint folyamatos erősödést mutatott az elmúlt negyedév során.

Az EU forrásokkal kapcsolatos tárgyalások eredményeként megkezdődhet a 2021-2027-es kohéziós források lehívása. A megállapodás javítja hazánk kockázati megítélését és külső finanszírozási képességét. Emellett a források beérkezése kedvezően hat az államadósság-pálya alakulására is.

Az elmúlt hónapokban folytatódott a hazai infláció gyors csökkenése, októbertől újra egyszámjegyű tartományba mérséklődött az áremelkedés éves üteme. A fegyelmezett monetáris politika, a kormányzat piaci versenyt erősítő lépései, a visszafogott belső kereslet és az elmúlt évinél érdemben alacsonyabb külső költségkörnyezet együttesen támogatják az árdinamika további mérséklődését. A hazai infláció 2023 végére a régiós átlagnak megfelelő 6,0 százalékos körüli szintre mérséklődik. Az árstabilitás elérése érdekében azonban a fogyasztóiár-index további csökkenése szükséges 2024-ben.

Az infláció a januári tetőzése óta folyamatosan csökken. A nemzetközi és történeti összehasonlításban is gyors dezinfláció egyre szélesebb körben érezhető, így az élelmiszer- és iparcikk-infláció lassulása mellett a szolgáltató ágazat fogyasztóiár-indexe is alacsonyabbá vált. Előretételezve az éves árdinamika folytatódó mérséklődését külső és belső tényezők egyaránt támogatják. A gázárak és a szállítási költségek bár változékonyan alakultak, de továbbra is a háború kitörése előtti szinteken maradtak. Az értékláncokban lévő feszültségek oldódtak, emellett a globális konjunktúra lassulása tovább fékezi a külső inflációt. Az élelmiszer-infláció folytatódó mérséklődését a csökkenő globális élelmiszer-alapanyagárak mellett az egyre erősebb versenyt generáló kormányzati intézkedések is támogatják. Októbertől a világpiacon olajárak csökkenése és a dollár gyengülése az üzemanyagárak csökkenésén keresztül ismét támogatja a hazai dezinflációs folyamatot.

2023 folyamán a szigorú monetáris kondíciók egyre szélesebb körben fejtik ki dezinflációs hatásukat. A jövő évre várt inflációs pálya az alacsonyabb üzemanyagárak és a külső infláció, valamint a beérkező adatok miatt lejjebb tolódott a szeptemberi prognózishoz képest. Az infláció az év eleji 25 százalékos feletti szintjéről Európában az egyik leggyorsabb csökkenést mutatta, és 2023 végére a régiós átlagnak megfelelő 6,0 százalékos körüli szintre mérséklődik. Az erős dezinfláció 2024 első negyedévében folytatódik, majd ezt követően lelassul, így a fogyasztóiár-index várhatóan 2025-ben tér vissza tartósan a jegybanki inflációs célra. Éves átlagban az infláció az idei évben 17,6–17,7, 2024-ben 4,0–5,5, míg 2025-ben és 2026-ban egyaránt 2,5–3,5 százalékos között alakulhat.

A hazai gazdaság teljesítménye 2023-ban a (-0,6)–(-0,4) százalékos közötti tartományban várható. Ezt követően 2024-ben várhatóan 2,5–3,5, majd 2025-ben 3,5–4,5, majd 2026-ban 3,0–4,0 százalékkal bővül a gazdaság teljesítménye. Az idei év egészében a gazdasági teljesítmény csökkenését elsősorban a magas infláció okozta. A gazdasági teljesítmény mérséklődését idén a tavalyi aszályos év után korrigáló mezőgazdaság nagymértékben enyhíti. 2024-ben a belső kereslet élénkülésével folytatódhat a gazdaság bővülése.

A magyar gazdaság fundamentumai tovább javultak. 2023 harmadik negyedévében véget ért a recesszió, a gazdaság teljesítménye 0,9 százalékkal bővült az előző negyedévhez képest. Éves összevetésben ugyanakkor 0,4 százalékkal mérséklődött a hazai GDP. A háztartások fogyasztása a magas infláció és az óvatosság erősödése miatt összességében mérséklődött, míg a beruházási dinamikát az állami fejlesztések visszafogása és a belföldi kereslet csökkenése is visszafogta a külföldre termelő ágazatok beruházásainak növekedése mellett. A mezőgazdaság ugyanakkor a tavalyi aszály után idén számottevően magasabb kibocsátást ért el, amivel részben ellensúlyozta a gazdaság más szektorainak visszaesését. A hazai kivitel kismértékben bővült az idei évben, míg az import mérséklődött a belső kereslet visszaesésével, így 2023-ban a nettó export növekedési hozzájárulása pozitívan alakult. A foglalkoztatás magas szintje mellett a munkaerőpiac változatlanul feszes, a munkanélküliségi ráta európai uniós összehasonlításban is alacsony.

A gazdaság fokozatos élénkülése 2023 negyedik negyedévében is folytatódott. 2024-ben az infláció mérséklődésével, a reálberek érdemi emelkedésével és a bizalom fokozatos helyreállításával, ezáltal a belső keresleti tételek, illetve azon belül elsősorban a háztartások fogyasztási kiadásainak bővülésével kiegyensúlyozottabb és európai uniós összehasonlításban is erőteljes növekedés várható. Legfontosabb külkereskedelmi partnereink gazdasági teljesítménye a várakozások szerint 2024-ben is visszafogott marad, azonban a folyamatban lévő és az újonnan bejelentett jelentős kapacitásbővítő külföldi közvetlentőke-beruházások ezt a hatást ellensúlyozzák. A mérsékelt európai konjunktúra visszafogja a hazai exportot, de a kiépülő új ipari kapacitások termelésének felfutásával az exportpiaci részesedésünk a teljes előrejelzési horizonton tovább emelkedik.

A hitelezési folyamatok a régiós és európai tendenciákkal összhangban alakultak. A vállalati és a háztartási hitelállomány tovább bővült, ám a korábbiaknál lassabb ütemben. 2024-től mindkét piacon a kereslet újbóli élénkülése várható.

A teljes pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelállományának éves növekedési üteme az előző negyedévhez képest 4,9 százalékponttal lassult, így 6,0 százalékot ért el szeptemberben. Az alapfolyamatokat jobban megragadó mikro-, kis- és középvállalkozások éves hiteldinamikája ennél magasabb, 7,3 százalék volt. A harmadik negyedévben az újonnan szerződött – nem folyószámla jellegű – vállalati hitelek 27 százaléka volt valamilyen támogatott hitel, ami alacsonyabb, mint a Baross Gábor Újraiparosítási Hitelprogram intenzív szerződéskötési időszakát is tartalmazó első félévi 46 százalékos érték. A hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a harmadik negyedévben nem változtak jelentősen a vállalati hitelfeltételek, míg az üzleti célú ingatlanra nyújtott hiteleknel a bankok a korábbi negyedévekhez képest már kisebb aránya, de mintegy ötöde továbbra is szigorítást jelzett. A hitelkereslet tekintetében a bankok közel 40 százaléka a kereslet csökkenéséről számolt be a harmadik negyedévben, elsősorban a beruházási hitelek iránt. A bizonytalan növekedési kilátások miatt összességében a vállalati hitelállomány éves növekedési üteme 2024. év elejére 3–4 százalékra lassulhat, majd 2025. év elejétől 8–9 százalék körüli szinten stabilizálódhat a bővülés mértéke.

2023 harmadik negyedévében a háztartási hitelállomány éves növekedési üteme az előző negyedévhez képest 0,3 százalékponttal lassulva 2,5 százalékot ért el. Az újonnan szerződött személyi hitelek volumene 12 százalékkal magasabb volt, mint az előző év azonos időszakában, míg a lakáshitelek esetében 42 százalékos visszaesés történt, amihez részben a Zöld Otthon Program miatti magas bázis is hozzájárult. A januártól elinduló CSOK Plusz, a megemelkedő Falusi CSOK és babaváró hitelösszegek 2024 elejétől támogathatják a hitelállomány bővülését. A hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a lakáshitelek és a fogyasztási hitelek esetében is a bankok növekvő keresletről számoltak be a harmadik negyedévben. Előretekintve a bankok mindkét szegmensben a kereslet további növekedésére számítanak. A háztartási hitelállomány éves növekedése 2023. év végén 2–3 százalékot érhet el, 2024. év végétől pedig 9–10 százalék körüli lehet az éves bővülés mértéke.

A folyó fizetési mérleg éves egyenlege 2023-ban várhatóan enyhe többletbe fordul és a következő években tovább emelkedik.

A tavalyi jelentős hiányt követően 2023-ban a folyó fizetési mérleg éves egyenlege a javuló külkereskedelmi egyenleg hatására várhatóan enyhe többletbe fordul. A külső pozíció tartós javulása egyrészt az alacsonyabb energiaárak és az energiafogyasztás alkalmazkodása, másrészt a belső kereslet mérséklődése miatt szűkülő importra vezethető vissza. Az áruexportot támogatta a készletállomány csökkenése, miközben a szolgáltatás egyenleg is kedvezően alakult. A következő években a kiépülő új exportkapacitások termelésbe állása, valamint a javuló világgazdasági környezet várhatóan új lendületet ad az exportnak. A GDP-arányos folyó fizetési mérleg idén várhatóan 8 százalékpontnál is nagyobb mértékben

javul, ami a pénzügyi válság után megvalósultnál is nagyobb mértékű ugrást jelent. Az előrejelzési horizonton tovább folytatódik a folyó fizetési mérleg egyenlegének növekedése.

A költségvetés hiánya 2023-ban a GDP 5,2–6,0 százaléka között lehet előrejelzésünk szerint. 2024-ben 2,9–3,9 százalékos, 2025-ben 1,9–2,9 százalékos, 2026-ban 1,4–2,4 százalékos lehet a GDP-arányos deficit a makrogazdasági folyamatok alakulása és a költségvetési kontroll függvényében. A költségvetési hiánycélok elérését a teljes előrejelzési horizonton kockázatok övezik. Az államadósság-ráta 2023 végére 73 százalék közelébe csökkenhet, amit az előrejelzési horizonton további mérséklődés követ.

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

A Monetáris Tanács a decemberi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül három alternatív kockázati forgatókönyvet emelt ki. A lassuló globális konjunktúrát feltételező és a fogyasztás lassabb helyreállásával számoló forgatókönyvek megvalósulása esetén az alappályához képest alacsonyabban alakulhat mind a gazdasági növekedés, mind az infláció. Ugyanakkor a feltörekvő piacokról történő esetleges tőkekivonás magasabb inflációs pályával van összhangban.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

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

	2022	2023	2024	2025	2026
	Tény		Előrejelzés		
Infláció (éves átlag)					
Maginfláció	15,7	18,1 - 18,2	4,4 - 6,0	3,0 - 3,5	3,0 - 3,5
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	15,6	18,1 - 18,2	4,4 - 6,0	3,0 - 3,5	3,0 - 3,5
Infláció	14,5	17,6 - 17,7	4,0 - 5,5	2,5 - 3,5	2,5 - 3,5
Gazdasági növekedés					
Háztartások fogyasztási kiadása	6,5	(-3,0) - (-2,9)	2,8 - 3,5	2,6 - 3,6	2,7 - 3,7
Közösségi végső fogyasztás ¹	3,2	1,6 - 1,7	0,4 - 1,6	0,8 - 1,9	0,8 - 1,9
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	0,1	(-12,2) - (-11,8)	1,5 - 4,5	1,8 - 4,7	0,8 - 3,7
Belföldi felhasználás	3,7	(-5,3) - (-5,1)	2,1 - 3,1	2,1 - 3,3	1,8 - 3,0
Export	12,6	0,4 - 0,6	2,7 - 4,3	5,8 - 7,6	4,6 - 6,4
Import	11,6	(-4,8) - (-4,6)	2,3 - 3,9	4,1 - 6,1	3,1 - 5,1
GDP	4,6	(-0,6) - (-0,4)	2,5 - 3,5	3,5 - 4,5	3,0 - 4,0
Munkatermelékenység ²	3,0	(-0,6) - (-0,5)	2,8 - 3,7	3,4 - 4,7	2,8 - 4,2
Külső egyensúly³					
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-8,2	(-0,1) - 0,7	0,4 - 1,6	1,6 - 3,0	2,5 - 4,1
Külső finanszírozási képesség	-6,1	2,1 - 2,9	2,2 - 3,4	3,4 - 4,8	4,3 - 5,9
Államháztartás³					
ESA-egyenleg	-6,2	(-6,0) - (-5,2)	(-3,9) - (-2,9)	(-2,9) - (-1,9)	(-2,4) - (-1,4)
Munkaerőpiac					
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	17,4	13,7 - 13,9	10,6 - 11,6	7,7 - 9,0	7,4 - 8,7
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,3	0,5	(-0,3) - 0,1	(-0,3) - 0,4	(-0,2) - 0,6
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁴	15,7	15,9 - 16,0	10,0 - 11,0	7,1 - 8,2	6,5 - 7,6
Versenyszféra foglalkoztatottság	2,1	0,9	(-0,1) - 0,3	0,0 - 0,5	0,0 - 0,5
Munkanélküliségi ráta	3,6	4,0 - 4,1	3,6 - 3,9	3,2 - 3,8	2,9 - 3,9
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	9,9	17,1 - 17,4	7,2 - 8,6	4,7 - 6,4	4,1 - 5,8
Lakossági reáljövedelem ⁵	5,6	(-1,3) - (-1,2)	2,8 - 3,7	2,5 - 3,7	2,3 - 3,5

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.

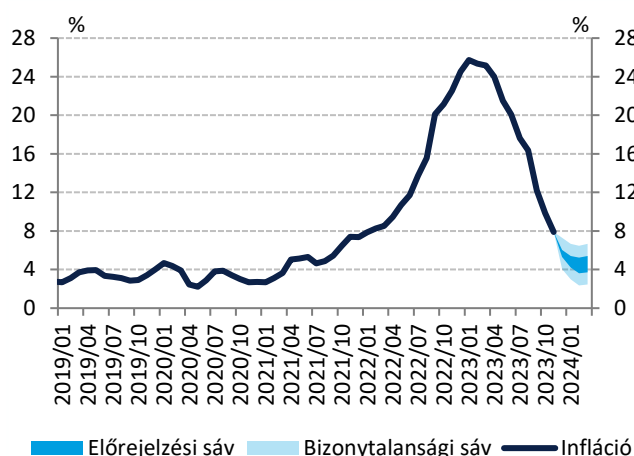
⁵ MNB-becslés.

1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

1.1. Inflációs előrejelzésünk

Az elmúlt hónapokban folytatódott a hazai infláció gyors csökkenése, novemberben 7,9 százalékon alakult a fogyasztóiár-index. A fegyelmezett monetáris politika, a kormányzat piaci versenyt erősítő lépései, a visszafogott belső kereslet és az elmúlt évinél érdemben alacsonyabb külső költségkörnyezet együttesen támogatják az árdinamika mérséklődését. Az év hátralévő részében és 2024 első negyedében az erős dezinfláció folytatódik, így az áremelkedési ütem várhatóan a régiós átlag közelébe süllyed az idei év végétől. Az infláció csökkenése 2024 második negyedétől a bázishatások kifutása és az év eleji szabályozási és adóhatások miatt lelassul, így az infláció várhatóan 2025-ben tér vissza tartósan a jegybanki inflációs célra. A mérsékeltebb üzemanyagárak és külső infláció, valamint a beérkező adatok áthúzó hatása miatt az infláció és a maginfláció az idei évben és jövőre egyaránt a szeptemberi várakozásunknál kismértékben alacsonyabban alakulhat. A 2023-ra vonatkozó előrejelzési tartomány a csökkenő bizonytalanság következtében 17,6 – 17,7 százalékra szűkült. Előrejelzésünk szerint az infláció 2024-ben 4,0 – 5,5 százalék, 2025-től pedig 2,5 – 3,5 százalék között alakul.

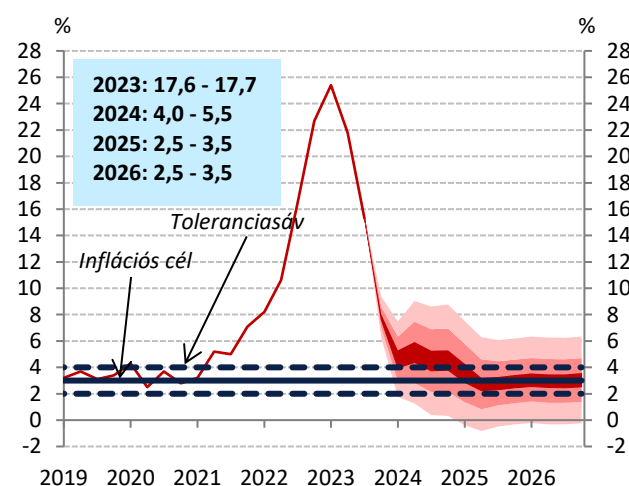
1-1. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása



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

Előrejelzésünk szerint az év hátralévő részében és 2024 első negyedében az erős dezinfláció folytatódik, így az áremelkedési ütem várhatóan a régiós átlag közelébe süllyed az idei év végétől (1-1. ábra). Az éves árdinamika folytatódó csökkenését külső és belső tényezők egyaránt támogatják. A fegyelmezett monetáris politika, a kormányzat piaci versenyt erősítő lépései, a visszafogott belső kereslet és az elmúlt évinél érdemben alacsonyabb külső költségkörnyezet együttesen támogatják az árdinamika mérséklődését. Az idei év végén és 2024 első negyedében folytatódik a gyors dezinfláció, majd az erős bázishatások kifutása és az év eleji szabályozási és adóváltozások fogyasztói árakra gyakorolt hatása miatt az infláció csökkenése lelassul.

1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája

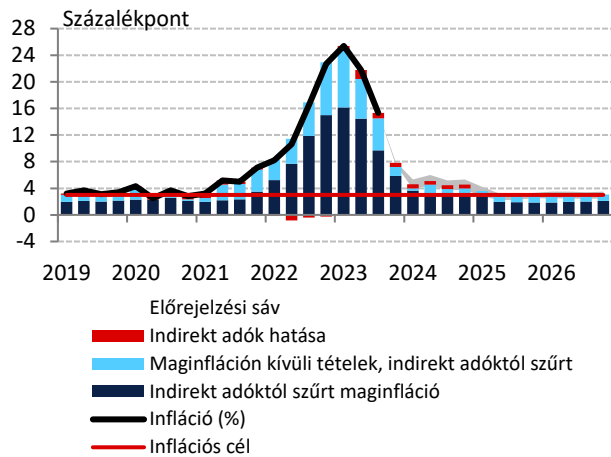


Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján. Forrás: KSH, MNB

A fogyasztóiár-index 2025-ben tér vissza tartósan a jegybanki inflációs célra. Az inflációs prognózisunk 2023-ra vonatkozó sávja a szeptemberi előrejelzésünkhöz képest a csökkenő bizonytalanság következtében szűkült. A fogyasztóiár-index a szeptemberi prognózishoz képest jövőre alacsonyabban alakulhat, amit a beérkező adatok áthúzó hatása, a világpiaci olajárak alakulása és a mérsékeltebb külső infláció okoz. 2024 második negyedétől az infláció számottevően lassabban csökken, egyes hónapokban bázishatások következtében átmenetileg emelkedhet is. Az infláció 2023-ban 17,6 – 17,7 százalék között alakulhat, 2024-ben 4,0 – 5,5 százalék, míg 2025-től 2,5 – 3,5 százalék lehet (1-2. és 1-3. ábra).

Előrejelzésünk szerint az alapfolyamatokat megragadó indirekt adóktól szűrt maginfláció 2023-ban 18,1 – 18,2 százalék között alakul, 2024-ben 4,4 – 6,0 százalék, míg 2025-ben 3,0 – 3,5 százalék lehet. A maginflációs tételek magasabb perzisztenciája miatt a maginfláció a fogyasztóiár-indexhez képest lassabb ütemben mérséklődik. Az adószűrt maginflációra vonatkozó

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	2026
Indirekt adóktól szűrt maginfláció		18,1 - 18,2	4,4 - 6,0	3,0 - 3,5	3,0 - 3,5
Maginfláció		18,1 - 18,2	4,4 - 6,0	3,0 - 3,5	3,0 - 3,5
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	19,9	5,2	5,0	4,3
	Járműüzemanyag és piaci energia	25,8	1,9	2,6	2,5
	Szabályozott árú termékek	13,1	3,9	2,5	2,2
	Alkohol, dohány	15,4	3,5	3,5	3,4
Infláció		17,6 - 17,7	4,0 - 5,5	2,5 - 3,5	2,5 - 3,5

Megjegyzés: Százalék. Szezonálisan igazított adatok alapján. A táblázat az előrejelzésünk sávközepe alapján készült. Forrás: MNB

előrejelzésünk alacsonyabb a szeptemberi prognózisnál, aminek háttérében a feldolgozott élelmiszerek és az iparcikkek vártnál gyorsabb deflációja áll.

Az üzemanyagárak deflációt támogató hatása következtében a maginfláción kívüli tételek árdinamikája az idei és a jövő évben is a szeptemberi várakozásunkhoz képest alacsonyabban alakulhat. A gázárak és a szállítási költségek változóképpen alakultak, de – az általánosan feszült geopolitikai helyzet ellenére – továbbra is a háború kitörése előtti szinteken maradtak, és az értékláncokban lévő feszültségek oldódtak. A Brent kőolaj világpiaci jegyzésére október óta több mint 10 dollárral csökkent és jelenleg a 80 dollár/hordó árszint alatt jár. A kőolaj világpiaci árának csökkenése mellett a csökkenő árrekek is éreztették hatásukat a hazai üzemanyagárakban, ezzel gyorsítva a deflációs folyamatot. A járműüzemanyag és piaci energia termékkör éves inflációja idén 25,8, jövőre pedig 1,9 százalék körül alakulhat (1-1. táblázat). A globális élelmiszer-alapanyagárak csökkenése támogatja az élelmiszer-infláció további mérséklődését. A feldolgozatlan élelmiszerek esetében az idei év közepétől egyre szélesebb körben volt megfigyelhető az árak csökkenése, 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 kikutásával 2024-től érdemben csökken. A szabályozott energiaárak inflációja 2023-ban előrejelzésünk szerint átlagosan 13 százalék körül alakul. Elemzésünkben azzal a technikai feltevéssel élünk, hogy a lakossági energiaárakat érintő intézkedések a teljes előrejelzési horizonton változatlan formában érvényben maradnak. 2024 folyamán több adó- és szabályozási intézkedés (üzemanyagok jövedéki adójának emelése, útdíjak emelése, kiskereskedelmi különadó emelése, kiterjesztett gyártói felelősségi (EPR) díj, ld. 1-2. keretes írás) is átmenetileg növeli az inflációt.

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink

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

1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Meghatározó feltevések	2023		2024		2025		2026	Változás		
	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Aktuális	2023	2024	2025
EUR/USD	1,09	1,08	1,10	1,09	1,10	1,09	1,09	-0,7%	-0,7%	-0,7%
Olajár (USD/hordó)	83,5	82,5	84,5	80,0	81,1	76,9	76,7	-1,2%	-5,4%	-5,2%
Olajár (EUR/hordó)	76,7	76,3	77,0	73,4	73,9	70,6	70,4	-0,4%	-4,7%	-4,5%
Gázár (EUR/MWh)	41,1	41,9	51,3	42,6	56,0	41,0	39,1	2,0%	-16,9%	-26,8%
Eurozóna inflációja (%)	5,6	5,4	3,2	2,7	2,1	2,1	1,9	- 0,2 szp.	- 0,5 szp.	0,0 szp.
Eurozóna növekedése (%)	0,7	0,6	1,0	0,8	1,5	1,5	1,5	- 0,1 szp.	- 0,2 szp.	0,0 szp.
Felvevőpiacaink növekedése* (%)	(-0,3) - 0,9	0,5 - 0,7	2,0 - 2,9	1,5 - 2,3	1,9 - 2,7	1,9 - 2,7	1,1-2,0	0,3 szp.	-0,6 szp.	0,0 szp.

Megjegyzés: Olajárak esetén éves átlag. *21 legfontosabb exportpartnerünk növekedési üteme az exportból vett részarányal súlyozva.

Forrás: Bloomberg, Consensus Economics, MNB, EKB

2023 harmadik negyedévében az EU gazdaságainak többségében folytatódott a GDP-növekedés lassulása, az Unió egészében stagnált a gazdasági teljesítmény az előző év azonos negyedévéhez képest. Kínában a második negyedéves bővülés után kis mértékben lassult, míg az Egyesült Államokban tovább gyorsult a kibocsátás bővülése. A harmadik negyedévben a globális ipari termelés és a globális kereskedelem nem tudott érdemben növekedni. A világkereskedelem így továbbra is a tavalyi év szintje alatt alakult annak ellenére, hogy az ellátási láncok normalizálódtak, valamint a világpiacon nyersanyagárak is érdemben csökkentek a tavalyi szintjükhez képest. Az elmúlt hónapokban az infláció mérséklődése és a továbbra is kedvező munkaerőpiaci helyzet támogatta a globális konjunktúrát. Ugyanakkor a korábbinál magasabb kamatpályák, az EU-ban visszaeső ipari termelés és romló növekedési kilátások, valamint az általánosan feszült geopolitikai helyzet jelentős kockázatot jelentenek, így a jövő évi globális és európai növekedési kilátások a szeptemberi előrejelzéshez képest romlottak. A nemzetközi konjunktúraindexek alapján a fogyasztói bizalom és az üzleti hangulat az EU gazdaságaiban továbbra is alacsony szinten áll. A beszerzési menedzser indexek az idei év során a szolgáltatás-szektorban is visszaestek és az elmúlt hónapokban sem tudtak érdemben növekedni, az ipari kilátások pedig a globális új rendelések mérséklődésével továbbra is pesszimisták a harmadik negyedévben. Az Európai Unió 27 országa közül negyedéves alapon 13 tagországban csökkent a GDP 2023 harmadik negyedévében. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország kibocsátása 0,4 százalékkal mérséklődött éves bázison. Az Egyesült Államok gazdasága 3,0 százalékkal, míg Kínáé 4,9 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest.

Az EKB alacsonyabb növekedési és alacsonyabb inflációs pályát vár az eurozónában a szeptemberi előrejelzéséhez képest. Az intézmény várakozásai szerint az eurozóna GDP-növekedése 2023-ban 0,1, 2024-ben 0,2 százalékponttal lehet visszafogottabb a korábbi előrejelzéshez képest, így idénre 0,6, míg jövőre 0,8 százalékos növekedési dinamikát prognosztizálnak. 2025-ben és 2026-ban 1,5 százalékos növekedés várható. Az EKB decemberi előrejelzése alapján az euroövezet inflációja idén 0,2, jövőre 0,5 százalékponttal lehet alacsonyabb: 2023-ban 5,4, 2024-ben 2,7, 2025-ben 2,1, 2026-ban pedig 1,9 százalékon alakulhat.

A Brent nyersolaj ára a mérséklődő globális kereslet következtében október vége óta csökkent, és jelenleg 75 dollár körül tartózkodik a jegyzés. A világpiacon kőolajárak két hónap alatt több mint 15 százalékos csökkenést szenvedtek a globális túlkínálat miatt. Az olajárak elmúlt hónapokban megfigyelt csökkenése, a nem OPEC+ országok magas termelésére és a kínai gazdaság lassulásával kapcsolatos félelmekre vezethető vissza. Az OPEC+ országok 2,2 millió hordó/nap kibocsátáscsökkentést jelentettek be 2024 elejére, ugyanakkor a piaci szereplők szkeptikusak a kínálatcsökkentés tényleges végrehajtásával kapcsolatban. 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 mérséklődött. 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 csökken hazánkban október vége 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 tavaly december második felétől 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 felszúrt az árfolyam, amit az LNG-szállítások körüli bizonytalanságokról szóló hírek okoztak. December elején a 40 eurós szint körül alakult a gázár. A gázárak alacsony szintjével összhangban a német Phelix típusú áramár 7 napos mozgóátlaga 100 euro alatt alakult az elmúlt fél évben, ami jelentősen elmarad a tavaly decemberi 400 euro közeli szintektől.

A költségvetés hiánya 2023-ban tovább csökkenve az előző évi 6,2 százalékos GDP-arányos szintről előrejelzésünk szerint a GDP 5,2-6,0 százaléka között lehet. 2024-ben 2,9-3,9 százalékos, 2025-ben 1,9-2,9 százalékos, 2026-ban 1,4-2,4 százalékos lehet a GDP-arányos deficit a makrogazdasági folyamatok alakulása és a költségvetési kontroll függvényében. A költségvetési célok elérését a teljes előrejelzési horizonton kockázatok övezik. A GDP-arányos államadósság 2023 végére 73 százalék közelébe csökkenhet, majd az előrejelzési horizont végére 67 százalék közelébe süllyed.

Az Európai Bizottság elfogadta az igazságügyi reformmal kapcsolatos horizontális feljogosító feltételek teljesülését, így 10,2 milliárd euró értékben megkezdődhet a 2021-2027-es kohéziós források lehívása. Ezt megelőzően az Európai Bizottságot követően az ECOFIN is jóváhagyta a magyar helyreállítási terv REPowerEU fejezetét, így Magyarország 2024-ben 920 millió eurónyi RRF-előleget kaphat. A továbbra sem elérhető helyreállítási és kohéziós keretrészekhez (mintegy 21 milliárd euró) való hozzáféréshez a Bizottság által meghatározott 27 szupermérőföldkő teljesítésére van szükség. A források megelőlegezése és beérkezése az államadósság alakulását, míg a felhasználásának ütemezése az eredményszemléletű egyenleget és a reálgazdasági folyamatokat befolyásolja.

1-2. keretes írás: Az új hulladékgazdálkodási rendszer inflációs hatása

A részben idei év júliusától induló új hulladékgazdálkodási rendszer számottevő hatást gyakorol a vállalatok működésére.

A változások két területet érintenek. Egyrészt 2023 júliustól bevezetésre került a kiterjesztett gyártói felelősség, másrészt pedig 2024. január 1-től kötelező visszaváltási díj érint majd egyes termékeket. A hatások egy része a fogyasztói árakban és az inflációban is megjelenik. Jelen keretes írásban áttekintjük a kiterjesztett gyártói felelősségi (ERP) díj és a kötelező visszaváltási díj fogyasztói árakra gyakorolt hatását.

1-3. táblázat: Az új hulladékgazdálkodási rendszer 2024. évi inflációs hatása

Intézkedés	Érvényesség kezdete	Inflációs hatás (2024, szp.)	Megjegyzés
1. Kiterjesztett gyártói felelősségi (EPR) díj	2023. július	0,1 - 0,2	Féléves hatás 2024-ben
2. Kötelező visszaváltási díj	2024. január	-	Nem érinti a fogyasztói árakat

Forrás: MNB.

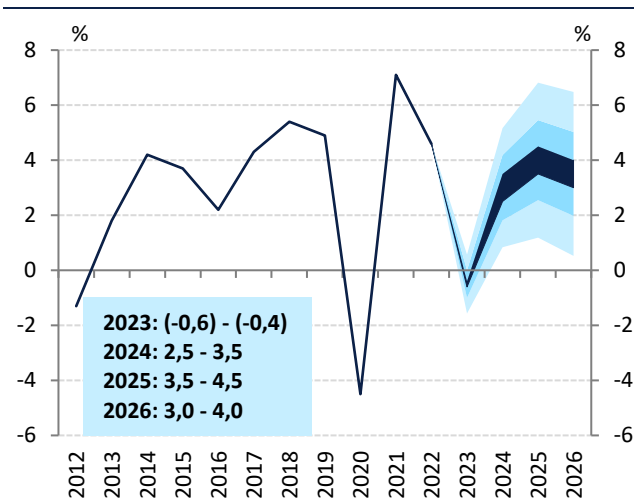
A 2023 júliusától életbe lépő kiterjesztett gyártói felelősségi (EPR) díj becslésünk szerint a 2023. és 2024. évi inflációt is 0,1–0,2 százalékponttal emeli meg. A gyártócégek, illetve – külföldi előállítás esetén – a forgalmazó cégek bizonyos termékek (például: csomagolások, műanyagok, elektromos berendezések) gyártása és forgalmazása esetén kötelesek EPR-díj fizetésére az új hulladékgazdálkodási rendszer üzemeltetését ellátó cég felé. A bevezetett intézkedés az inflációt elsősorban a drágább csomagolóanyagok következtében megemelkedő vállalati költségek fogyasztói árakba való begyűrésén keresztül befolyásolja. A környezetvédelmi termékdíjat részben kiváltó EPR-díj következtében a vállalati költségek mintegy 200 milliárd forinttal emelkedhetnek. Ez elsősorban élelmiszerek és a napi fogyasztási cikkek árain keresztül fejthet ki inflációs hatást, mert a nagyértékű tartós cikkek esetében a csomagolás értékének az aránya alacsonyabb a termék árához képest. A vállalatok EPR-díjből származó többletköltségeinek áthárítási arányát és ezáltal az intézkedés inflációs hatását tompíthatja az elmúlt hónapokban erősödő kiskereskedelmi szereplők közötti verseny, valamint a mérséklődő költségkörnyezet (csökkenő élelmiszeralapanyag- és energiaárak). A díj 2023 júliusi életbe lépésének következtében fele-fele részben fejti ki az éves átlagos inflációra gyakorolt hatását 2023-ban és 2024-ben. A rendelkezésre álló adatok szerint az intézkedés áremelő hatása 0,3-0,4 százalék, amely tehát az éves átlagot tekintve egyenlően oszlik meg a két év között.

A 2024. január 1-től induló kötelező visszaváltási díj várhatóan nem lesz hatással az infláció alakulására. Bár a visszaváltási díjat a vásárláskor a fogyasztó fizeti ki, de a díj a számlákon a termékek árától elkülönítve fog szerepelni, és a vásárló a csomagolás visszaváltásakor a kifizetett összeget visszakapja. Ezért ez a díj várhatóan nem képezi részét az infláció mérésekor figyelembe vett fogyasztói áraknak, és így az inflációt sem befolyásolja.

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

A gazdaság fokozatos élénkülése várhatóan a negyedik negyedévben is folytatódik, és újra pozitívvá válik a GDP éves változása, amit felhasználási oldalról elsősorban a nettó export pozitív hozzájárulása támogat. A hazai GDP volumenindexe 2023-ban (-0,6) – (-0,4) százalék közötti tartományban várható, míg 2024-ben 2,5 – 3,5, 2025-ben 3,5 – 4,5, majd 2026-ban 3,0 – 4,0 százalékkal bővülhet a magyar gazdaság. 2023-ban az éves reál GDP mérséklődése mögött elsősorban a magas infláció és az állami beruházások visszafogása miatt csökkenő belső kereslet áll, míg a nettó export jelentős mértékben tompította ezek hatását. Idén termelési oldalról a tavalyi aszályos év után korrigáló mezőgazdaság a gazdasági aktivitás első számú támasza, míg a többi fontos ágazatban a gazdasági aktivitás csökkenését regisztráltuk. 2024-től a belső keresleti tételek fokozatos kilábalásával várhatóan már szélesebb bázison nyugodhat a GDP bővülése. 2024-ben a gyenge külső kereslet várhatóan visszafogja a nettó export növekedését, illetve a beruházások és a fogyasztási ráta helyreállása elhúzódhat. Az export 2024 második felétől bővülhet érdemben. A belső keresleti tételek helyreállását támogatja a mérséklődő infláció, a bizalom fokozatos növekedése és a lakossági és vállalati hitelpiacok 2024 során várt dinamizálódása. A beruházások bővülését 2024-től a privát szektor investícióinak élénkülése biztosítja. A nominális beruházási ráta 25 százalék körül, ugyanakkor a reál beruházási ráta 21 százalék körül alakulhat az előrejelzési horizonton.

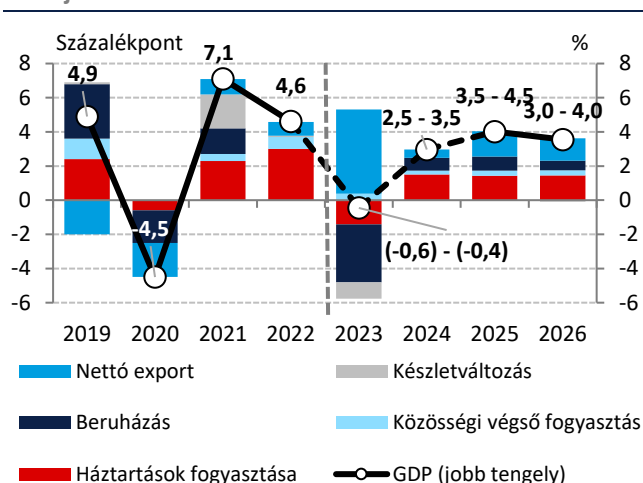
1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

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



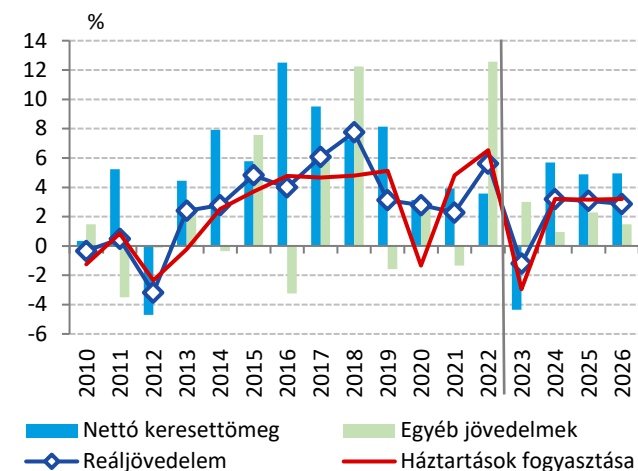
Megjegyzés: A közösségi végső fogyasztás tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transfereket. Forrás: KSH, MNB

A gazdaság fokozatos élénkülése várhatóan a negyedik negyedévben is folytatódik, és újra pozitívvá válik a GDP éves változása. Termelési oldalon a negyedik negyedéves bővülést várakozásunk szerint továbbra is főként a tavalyi aszályos év után korrigáló mezőgazdaság, valamint a bázis hatásnak köszönhetően a termékadók és támogatások egyenlege támogatja. Az ipari kilátások és a piaci szolgáltatások lassabb kilábalása miatt az alapfolyamatok 2024 folyamán járhatnak hozzá újra pozitívan a növekedéshez.

2023 egészében a hazai GDP volumenindexe várhatóan a (-0,6) – (-0,4) százalék közötti tartományban alakul (1-4. ábra). Az éves reál GDP mérséklődése mögött elsősorban a magas infláció és az állami beruházások visszafogása miatt csökkenő belső kereslet áll, míg a nettó export jelentős mértékben tompította ezek hatását. 2023-ban összességében mérséklődik a fogyasztás éves bázison, összhangban a magas infláció következtében romló jövedelmi folyamatokkal, valamint a megemelkedett megtakarítási rátával. A beruházások az államhoz köthető projektek visszafogása és az alacsony belső kereslet hatására jelentősen mérséklődnek 2023-ban. Exportpiaci részesedésünk a tavalyi jelentős bővülést követően 2023-ban is növekedni tud.

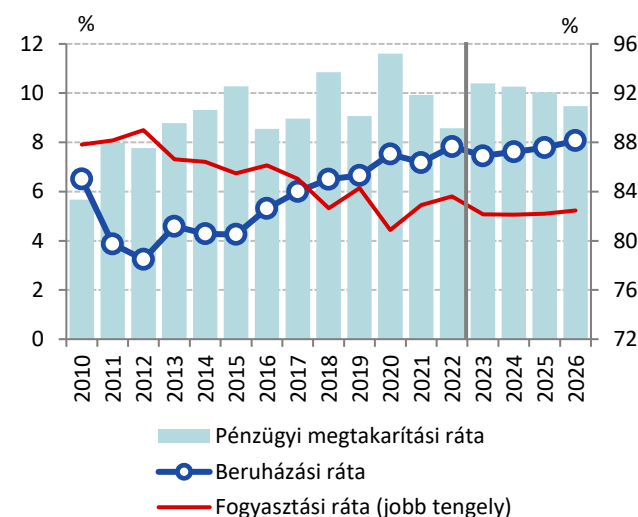
2024-ben a belső keresleti tételek fokozatos kilábalásával várhatóan már szélesebb bázison alapul a GDP 2,5 – 3,5 százalékos bővülése. A 4,0 – 5,5 százalékra mérséklődő infláció és a 2023. szeptember óta emelkedő reálberek mellett a háztartások fogyasztása és a beruházások egyaránt növekedésnek indulnak. Ugyanakkor nemzetközi tapasztalatok alapján ez a helyreállítás elhúzódhat (ld. 1-3. keretes írás). A belső keresleti tételek kilábalását támogatja a bizalom fokozatos visszatérése, valamint a lakossági és vállalati hitelpiacok 2024 során várt dinamizálódása, amihez az élénkülő hitelkereslet és az

1-6. ábra: A fogyasztás, valamint a rendelkezésre álló jövedelem tételeinek éves változása reálértéken



Forrás: KSH, MNB

1-7. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában



Forrás: KSH, MNB

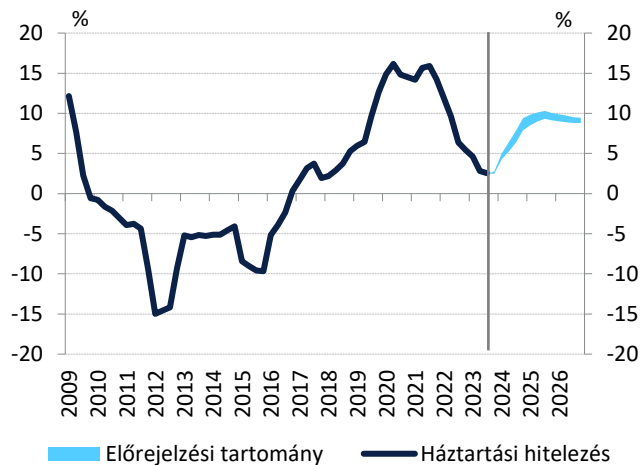
elinduló CSOK Plusz is hozzájárul. Az élénkülő belső kereslettel összhangban bővül az import is, ugyanakkor a folyamatosan kiépülő termelőkapacitásoknak köszönhetően a nettó export a teljes előrejelzési horizonton pozitívan járul hozzá a gazdaság növekedéséhez. A GDP bővülése 2025-ben 3,5 – 4,5 százalékkal, 2026-ban pedig 3,0 – 4,0 százalék közötti ütemben folytatódhat (1-4. és 1-5. ábra). A 2024 során dinamizálódó gazdasági növekedést támogatja, hogy a munkaerőpiac stabilitása miatt a vállalatok a kapacitáskihasználtságuk emelésével gyorsan tudnak alkalmazkodni az emelkedő kereslethez. A közép- és hosszú távú növekedési kilátásokat javítja az előrejelzési horizonton a hazánkba áramló zöldmezős külföldi működőtőke (FDI) kedvező hatása is.

A fogyasztás a 2023-ban tapasztalt mérséklődést követően 2024. első negyedévtől állhat újra növekvő pályára éves alapon. A magas infláció a pénzügyi vagyon és a bérek vásárlóerejének csökkenését eredményezte. Ezzel párhuzamosan a reál értelemben vett háztartások rendelkezésre álló jövedelme és a lakossági fogyasztás is visszaesett az idei év első három negyedévében (1-6. ábra). A jövedelem-visszaesés mértékét részben ellensúlyozza az egyéni vállalkozói jövedelmek és a lakossági kamatbevételek emelkedése. A jövő évben a folytatódó dezinflációs folyamatok eredményeképpen a lakosság reáljövedelme 3 százalék körüli mértékben bővül, ami hozzájárul a fogyasztói bizalom további, fokozatos erősödéséhez. A fogyasztás éves bázisú volumenindexében 2024 első negyedévében számítunk fordulatra. Várakozásaink szerint azonban elhúzódhat a fogyasztási ráta helyreállása (1-7. ábra). A fogyasztás helyreállásának tényezőiről részletesen ír az 1-3. keretes írás.

A megtakarítási ráta fokozatos mérséklődésére és a lakossági beruházási ráta emelkedésére számítunk. Az inflációs sokk hatására a bérek reálértéke 2,5, a nettó pénzügyi vagyon reálértéke 3 évvel ezelőtti szintre esett vissza (1-13. ábra). A pénzügyi vagyonuk reálértékének helyreállítása érdekében a háztartások 2022 vége óta jelentősen megnövelték folyó megtakarításaikat, emiatt a lakosság megtakarítási rátája a rendelkezésre álló jövedelem 10,4 százalékára emelkedik az idei évben, ami a fogyasztási és a beruházási ráta mérséklődését eredményezi. Az előrejelzési horizonton a megtakarítási ráta mérséklődésére és a beruházási ráta emelkedésére számítunk, miközben a fogyasztási ráta 82 százalék körül alakul (1-7. ábra).

A háztartások fogyasztásának és beruházásának élénkülését támogatja, hogy a háztartási hitelállomány növekedési üteme 2024. év elejétől gyorsuló pályára állhat. A háztartási hitelezés 2023. harmadik negyedévében 2,5

1-8. ábra: A háztartási hitelezés előrejelzése



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

Forrás: MNB

1-4. táblázat: A CSOK plusz becsült hitelpiaci hatása a 2024-2026-os időszakban

	Becslési sáv alja	Alap-forgató-könyv	Becslési sáv teteje
Hitelvolumen (Mrd Ft, éves átlag)	270	310	330
Szerződések száma (ezer db, éves átlag)	10	11	12
Átlagösszeg (Millió Ft, éves átlag)	27	28	28
Addicionalitás (%, 2024-2026 között)	37	38	39
CSOK Plusz aránya (%, 2024-2026 közötti lakáshitelvolumenen belül)	25	28	29

Megjegyzés: A becslési sáv a CSOK Plusz programban való gyermekvállalási hajlandóság különböző mértékét ragadja meg.

Forrás: MNB

1-5. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása

	2023	2024	2025	2026
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-12,0	3,0	3,3	2,3
Állami beruházás	-14,0	-7,7	0,0	-3,8
Privát beruházás	-11,5	5,5	4,0	3,5
Beruházási ráta	25,1	25,1	25,1	25,1

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

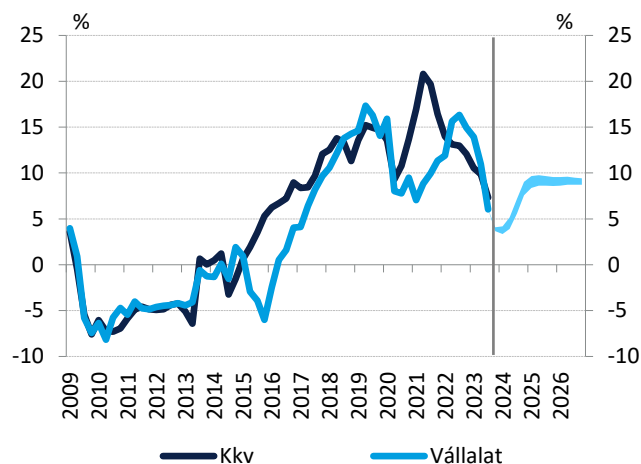
százalékkal bővült. A negyedévben az új szerződéskötések volumene 21 százalékkal elmaradt az előző év azonos időszakától. A háztartási hitelállomány növekedési üteme előretekintve kedvezőbben alakulhat: a csökkenő infláció, a fokozatosan helyreálló bizalom, az élénkülő reálgazdaság és az elinduló CSOK Plusz támogathatják a lakosság hitelfelvételi – és egyúttal fogyasztási és beruházási – kedvét (1-8. ábra). A háztartási hitelbővülés 2023. év végén 2-3 százalékon érheti el mélypontját, ezt követően a mutató gyorsulása várható, amely 2025. év elejétől 9-10 százalékos környéki szinten stabilizálódhat.

A CSOK Plusz program a lakáshitelkibocsátás mintegy harminc százalékát adhatja 2024-ben. Az MNB ágenszalapú lakáspiaci modelljének¹ szimulációi alapján a 2024-2026 közötti időszakra vonatkozóan évi közel 11 ezer CSOK Plusz szerződéskötésre számítunk átlagosan 28 millió forintos hitelösszeg mellett (1-4. táblázat). A CSOK Plusz hitelvolumen nagyságát a 2024-2026 közötti időszakban átlagosan évi 270-330 milliárd forintra becsüljük. A bevezetést követő első két évben magasabb igénybevételre és a későbbiekben jelentősebb hitelkiáramlásra számítunk. Addicionalitás tekintetében azt várjuk, hogy az első 3 évben folyósított CSOK Plusz hitelvolumen megközelítőleg 38 százaléka jelentkezik a program hatásaként becsült lakáshitelállomány többletként 2026 végén.

A beruházások idei 10 százalékot meghaladó visszaeséséhez az állami mellett a vállalati és a háztartási szektor beruházásai is hozzájárulnak. A beruházások bővülését 2024-től a privát szektor beruházásainak élénkülése biztosítja (1-5. táblázat). A beruházások várhatóan 12 százalékkal mérséklődnek 2023-ban éves bázison. Az állami, a vállalati és a háztartási szektor beruházásai várhatóan egyaránt csökkennek az idei évben. 2024 és 2026 között a beruházások újbóli bővülésre számítunk, amelyben a privát beruházások emelkedése lesz meghatározó. Az állami szektor beruházásai GDP-arányosan a következő években is tovább mérséklődnek a Konvergencia Programmal összhangban. A nominális beruházási ráta 25 százalék körül, a reál, 2015. évi áron számolt beruházási ráta 21 százalék körül alakulhat az előrejelzési horizonton.

A vállalati beruházások volumene 2023-ban a megnövekedett költségek és a belső kereslet visszaesése miatt csökken. A növekedéshez 2024-től az élénkülő belső kereslet, a vállalatok magas likvid eszközállománya és a nagyobb zöldmezős beruházások is hozzájárulnak. A külfiacra termelő ágazatok bruttó állóeszköz-felhalmozása a harmadik negyedévben 1,3 százalékkal bővült éves bázison, ezen belül a legnagyobb súlyt képviselő feldolgozóipar

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



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

Forrás: MNB

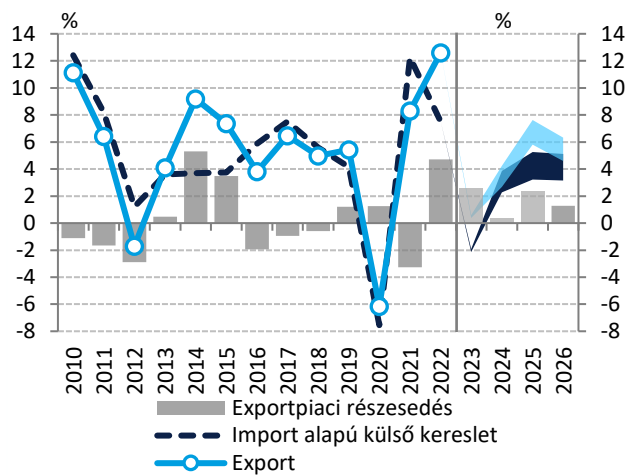
beruházásai 6,3 százalékkal nőttek. Ugyanakkor a belföldre termelő és szolgáltató szektorban összességében 18,4 százalékos visszaesést regisztráltak az előző év azonos időszakához képest. Az elmúlt hónapokban érdemben nem változtak a vállalatok beruházási várakozásai. 2024-től azonban a vállalati investíciók bővülése várható, amit az alacsony inflációs környezet és a fokozatosan helyreálló bizalom következtében a belső kereslet élénkülése is támogat. A bővüléshez a bejelentett nagyobb feldolgozóipari (például akkumulátorgyártási) zöldmezős beruházások kivitelezése is hozzájárul.

A vállalati hitelállomány növekedési üteme 2024-től érdemben gyorsulhat. A vállalati hitelállomány 6 százalékkal bővült 2023 harmadik negyedévében. A negyedév során a támogatott hitelprogramok alacsonyabb szerződéskötései, illetve a beruházási hitelek iránti csökkenő kereslet a vállalati hiteldinamika lassulását eredményezte (1-9. ábra). Az új vállalati hitelszerződéseken belül a támogatott hitelek aránya érdemben csökkent a második negyedévhez képest a Baross Gábor Újraiparosítási Hitelprogram igénybevételének fokozatos csökkenésével párhuzamosan. Keresleti oldalon a harmadik negyedévben a bankok a vállalati hitelkereslet csökkenését jelezték, és 2023 negyedik negyedévében se várható még fordulat a keresletben. Becslésünk szerint a törekény növekedési kilátások miatt összességében a vállalati hiteldinamika 2024. év elejére 3-4 százalékra lassulhat, majd a hitelezés 2024. évi gyors élénkülését követően 2025. év elejétől 8-9 százalékos szinten stabilizálódhat az előrejelzési horizont végéig.

A lakossági beruházások esetében a 2023-as jelentős visszaesést követően bővülésre számítunk. A lakáshitelek októberi 51 milliárd forintos volumene 14 százalékos visszaesést mutat a tavaly októberi szinthez képest, ami a lakossági beruházások mérséklődésének irányába hat az idei évben. A lakossági beruházások helyreállítását támogatja a fokozatosan helyreálló bizalom, az óvatossági motívumok háttérbe szorulása, ezáltal pedig a megtakarítási ráta mérséklődése, a lakossági hitelpiac 2024 során várt dinamizálódása, illetve az elinduló CSOK Plusz is.

¹ A becslések az MNB lakáspiacei ágensalapú modellje alapján készültek, melynek részletesebb bemutatása az alábbi tanulmányban található: Bence Mérő, András Borsos, Zsuzsanna Hosszú, Zsolt Oláh, Nikolett Vágó (2023): A high-resolution, data-driven agent-based model of the housing market, Journal of Economic Dynamics and Control, Volume 155, <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2023.104738>. A modellt 2018. január és 2026. december között havi frekvencián, a gyermekvállalási hajlandóság tekintetében különböző forgatókönyvek mellett futtatva becsültük meg a CSOK Plusz lehetséges hitelpiaci hatásait. A becslési sáv a CSOK Plusz programban való gyermekvállalási hajlandóság különböző mértékét ragadja meg. A modellezés során figyelembe vettük a babaváró hitelnek és a Családi Otthontermelési Kedvezménynek a Kormány bejelentése alapján 2024. január 1-jétől életbe lépő változásait.

1-10. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Exportpiaci részesedés az előrejelzési sáv átlaga alapján.

Forrás: KSH, MNB

A hazai kivitel az idei évben a gyengülő nyugat-európai konjunktúrával párhuzamosan kismértékben tud növekedni, az export 2024 második felétől bővülhet érdemben. Az ipari termelés és az ipar új, külföldi rendeléseinek ideai alakulása az export további csökkenését vetítik előre, és a kivitel várhatóan a jövő év második felétől tud újra érdemben bővülni. A hazai export lassulása alapvetően ciklikus jelenség: legfőbb oka az európai konjunktúra kedvezőtlen alakulása és az ennek következtében visszaeső külső keresletünk, a hazai exportpiaci kapacitás azonban nem sérült, így középtávon a kivitel újra jelentősen támogathatja a növekedést. A hazai export bővülését hosszú távon segítik az FDI-ból megvalósuló feldolgozóipari zöldmezős beruházások. Ezek lezárultával a jelentős részben exportra termelő akkumulátorgyárak a kivitel hosszú távú bővülését segítik.

2023-ban a belső keresleti tételek visszaesésével az import jelentősen csökkent. A behozatal visszaesése várhatóan a negyedik negyedévben is fennmarad, azonban a külső konjunktúra és a hazai gazdasági aktivitás 2024 második felére várható dinamizálódásával párhuzamosan az import a jövő év során újra növekedni tud.

2024-ben a gyenge külső kereslet várhatóan visszafogja a nettó export növekedését, ami 2025-től támogathatja érdemben a gazdaság bővülését. 2023-ban a nettó export a kivitel lassulása és az import jelentős csökkenése mellett tompítja a hazai GDP visszaesését. Az exportpiaci részesedésünk 2022-es jelentős bővülése az idei és a jövő évben lassul, majd 2025-től újra érdemben növekszik (1-10. ábra).

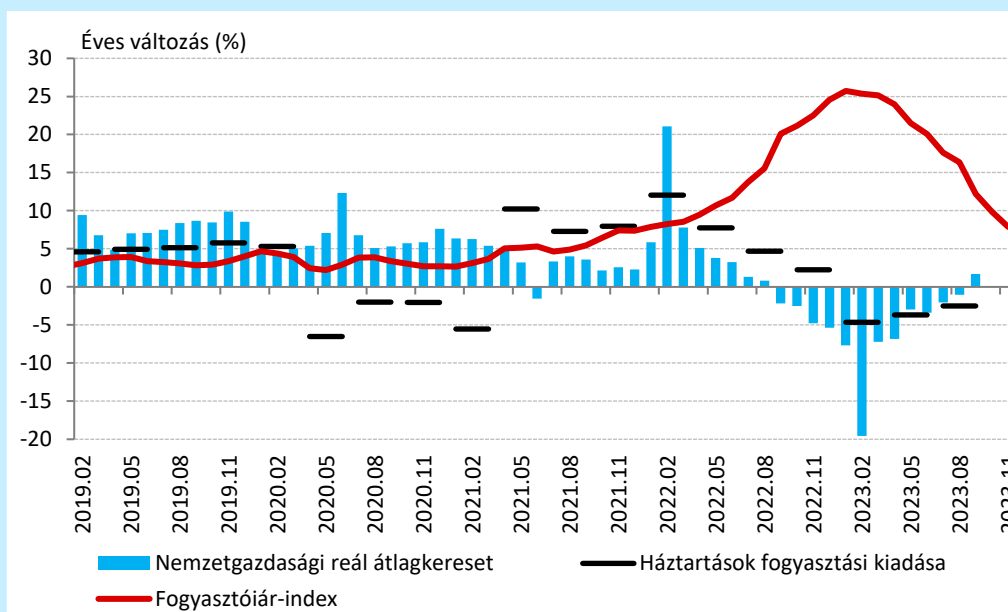
1-3. keretes írás: Hogyan alakulhat a fogyasztás helyreállása a reálbérek növekedését követően?

A dezinfláció folytatása alapfeltétele a hazai fogyasztás újbóli növekedésének. A magas szintre emelkedő infláció következtében az árszint nemzetközi összevetésben is jelentősen megemelkedett, és emiatt elhúzódhat a fogyasztás helyreállása. Az infláció egyszámjegyű tartományba érésével párhuzamosan a reálbérek újra emelkednek, azonban a lakossági fogyasztás tartós bővüléséhez elengedhetetlen az árstabilitás, a megtakarítások helyreállítása és a fogyasztói bizalom erősödése, hosszú távon pedig a bérek termelékenységgel összhangban történő növekedése.

A nemzetközi tapasztalatok szintén azt mutatják, hogy az erőteljes dezinfláció ellenére a fogyasztás helyreállása elhúzódó folyamat lehet. A balti országok hazánkat 4-5 hónappal megelőzve érték el az inflációs csúcst, ami mindhárom ország esetében 20 százalék fölött volt. A dezinfláció üteme is hasonlóságot mutat a hazaiakkal. Észtországban 20,9 százalékponttal, Lettországban és Litvániában pedig 18,4 százalékponttal csökkent az infláció a tetőzést követő egy év alatt. Az infláció csökkenésével párhuzamosan a reálbérek dinamikája fokozatosan javult, Lettországban 2023 második negyedévben, a többi balti országban és hazánkban pedig a harmadik negyedév egy részében már pozitív volt. Ugyanakkor a fogyasztás helyreállása egyelőre nem indult meg egyik megfigyelt országban sem. 2023 harmadik negyedévében Észtországban 1,8 százalékkal, Lettországban 1,1 százalékkal, Litvániában pedig 2,3 százalékkal mérséklődött a háztartások fogyasztási kiadása éves alapon.

Az inflációs kiugrás miatt magas szintre emelkedő árszint beárnyékolja a hazai fogyasztás növekedésének újraindulását. A magyar infláció – jelentős emelkedését követően – idén januárban 25,7 százalékon tetőzött. Az árak nagymértékű emelkedése erodálta a háztartások jövedelmének vásárlóerejét, amivel összhangban a lakossági fogyasztási kiadások emelkedése 2022 közepétől lassult, majd 2023 első félévében már 4,1 százalékkal mérséklődött az előző év azonos időszakához képest (1-11. ábra). Az infláció a januári csúcstról októberre egyszámjegyre mérséklődött, azonban az árak szintje továbbra is magasan ragadt, átlagosan 36,3 százalékkal nagyobb, mint 2021 júniusában.

1-11. ábra: A lakossági fogyasztás, a nemzetgazdasági reál átlagkereset és a fogyasztóiár-index alakulása

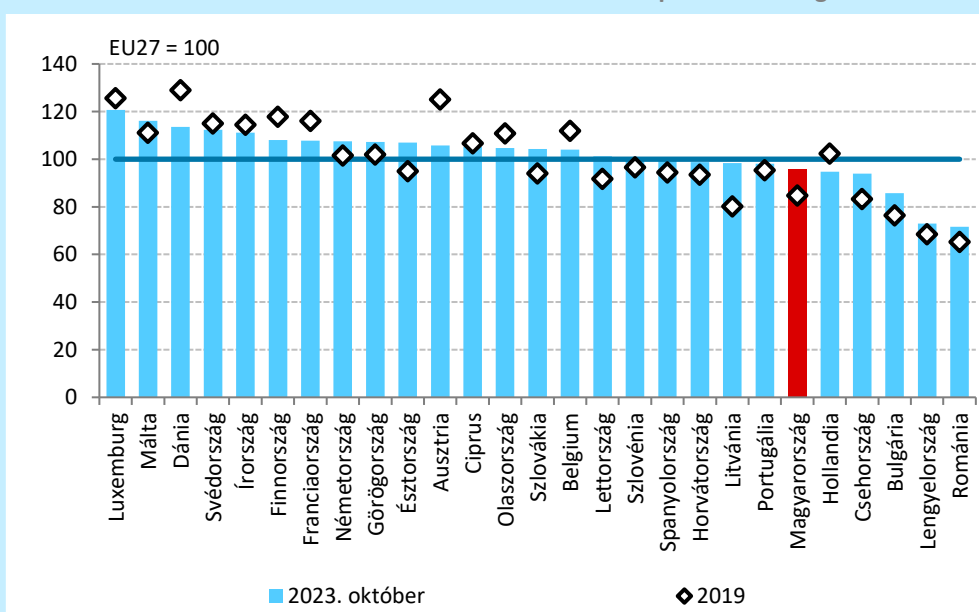


Megjegyzés: A háztartások fogyasztási kiadása és a nemzetgazdasági bruttó átlagkereset reáladatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

A magyar háztartások az elmúlt két év magasabb inflációjára következtében már sok alapvető fogyasztási cikkért az európai átlagnak megfelelő árat fizetnek. Az élelmiszerek és üzemanyagok ára is lényegében már megegyezik az uniós átlaggal, annak 96 százaléka, miközben 2019-ben még 85 százaléka volt. Csehországban, Lengyelországban és Romániában az élelmiszerek és üzemanyagok ára is alacsonyabb, mint hazánkban (1-12. ábra).

1-12. ábra: Az élelmiszer árszint alakulása az Európai Unió országaiban

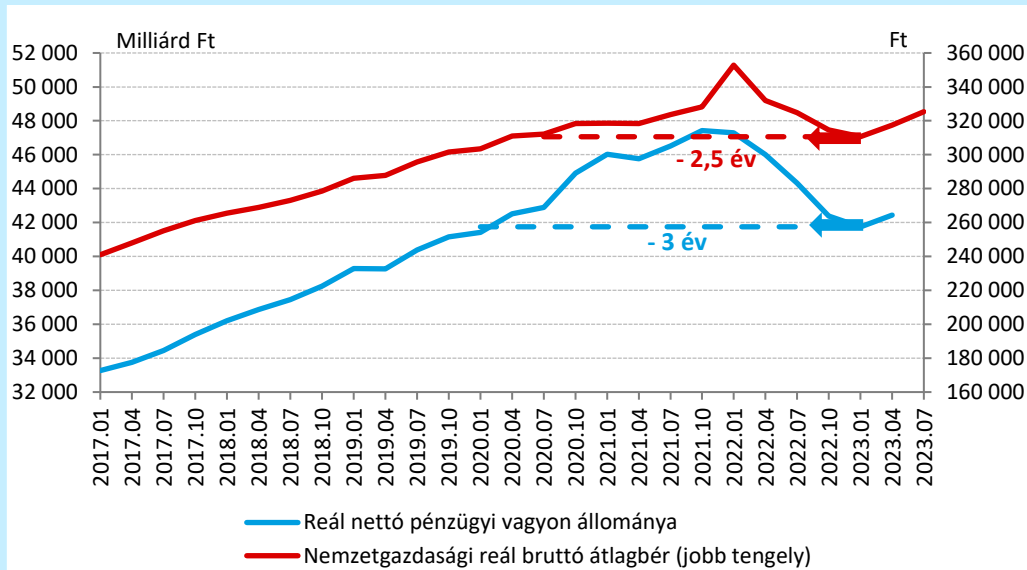


Megjegyzés: A 2023. októberi árszint esetében a 2022. évi vásárlóerő-paritás adatok HICP adatokkal indexálva.

Forrás: Eurostat, MNB

Az inflációs sokk hatására a bérek reálértéke 2,5, a nettó pénzügyi vagyon reálértéke 3 évvel ezelőtti szintre esett vissza (1-13. ábra). 2023 első félévében átlagosan 23,6 százalékkal nőttek a fogyasztói árak, aminek következtében 8,1 százalékkal csökkentek a reálbérek éves alapon, és a lakosság rendelkezésre álló jövedelme reálértéken 3,6 százalékkal mérséklődött.

1-13. ábra: A háztartási szektor pénzügyi vagyona és a nemzetgazdasági átlagbérek alakulása reálértéken

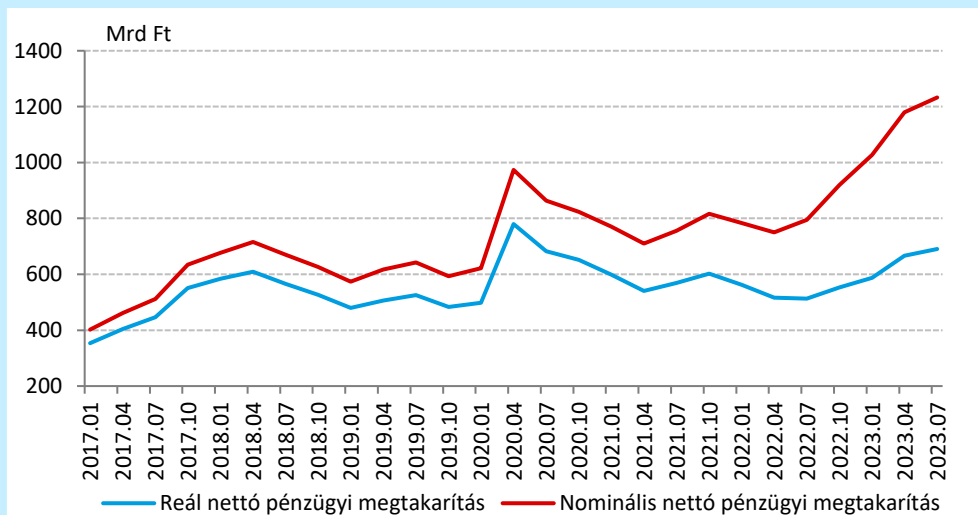


Megjegyzés: 2010. évi átlagos árszinten, negyedéves értékek.

Forrás: KSH, MNB

A fogyasztói bizalom továbbra is alacsony, és ez tükröződik a megtakarítások emelkedésében, illetve a lassuló lakossági hitelezésben is. A pénzügyi vagyonuk reálértékének helyreállítása érdekében a háztartások 2022 vége óta jelentősen megnövelték folyó megtakarításaikat, ami szintén visszafogta a fogyasztást (1-14. ábra). Emellett a lakossági hitelállomány növekedési ütemének lassulása Európa-szerte általános jelenség, a bizonytalan gazdasági kilátások visszavetik a hitelezést.

1-14. ábra: A háztartások nettó pénzügyi megtakarításainak alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok. A pénzügyi számlákban 2021-re könyvelt szja-visszatérítés nélkül. Az szja-visszatérítés hatását az MNB kérdőíves felmérése alapján korrigáltuk. 2022. februárban szja visszatérítéssel 972 Mrd forint volt a nettó megtakarítás.

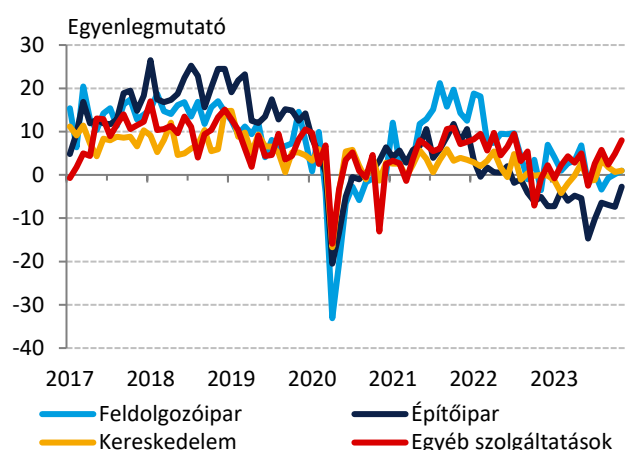
Forrás: KSH, MNB

Az ESI fogyasztói bizalmi indexe továbbra is a 2020-as, koronavírus-járvánnyal sújtott évben látott szinteket idézi, mivel a mutató 2023. novemberben -29,8 ponton állt. A fogyasztói bizalmi index korrekciója az infláció tetőzésével párhuzamosan megindult, azonban a gyors dezinfláció ellenére az elmúlt hónapokban lelassult a lakossági bizalom javulása, és az index a -35 és -30 pont között ingadozott. A bizalmi index trendje alapján a fogyasztói bizalom csak lassú javulást mutat, ami előretekintve fékezheti a fogyasztás helyreállítását.

1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

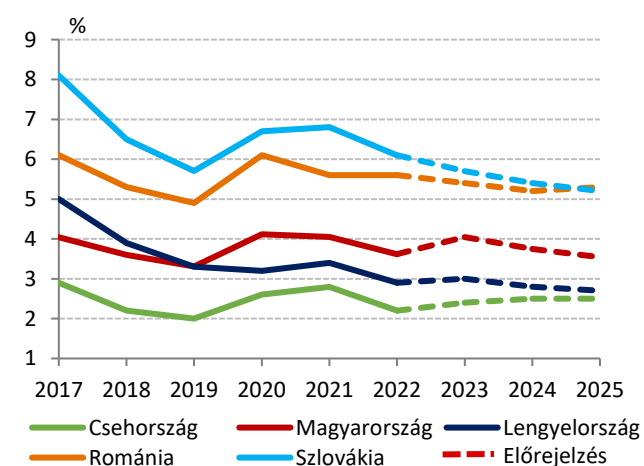
A munkaerő-kereslet továbbra is erős, azonban enyhén mérséklődött az elmúlt negyedévekben, így a foglalkoztatás a korábban vártnál lassabban bővíthet 2024-ben. A nemzetgazdaságban emellett is fennmarad a teljes foglalkoztatás közeli állapot. Aktuális előrejelzésünk szerint a versenyszférában foglalkoztatottak száma várhatóan 0,9 százalékkal nő 2023-ban, majd (-0,1) – 0,3 százalék között változhat 2024-ben. A munkanélküliségi ráta 4,0 – 4,1 százalék között alakulhat idén, majd 3,6 – 3,9 százalék között 2024-ben. A 2024-es bérdinamikát elsősorban az idei év végi minimálbér-emelés, a munkaerőpiac feszsége és az infláció alakulása határozza meg. A versenyszférában idén az átlagbérek 15,9 – 16,0 százalék közötti, a jövő évben 10,0 – 11,0 százalék közötti növekedésére számítunk. 2023 végétől a reálbérek ismét emelkednek.

1-15. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében



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

1-16. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása



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

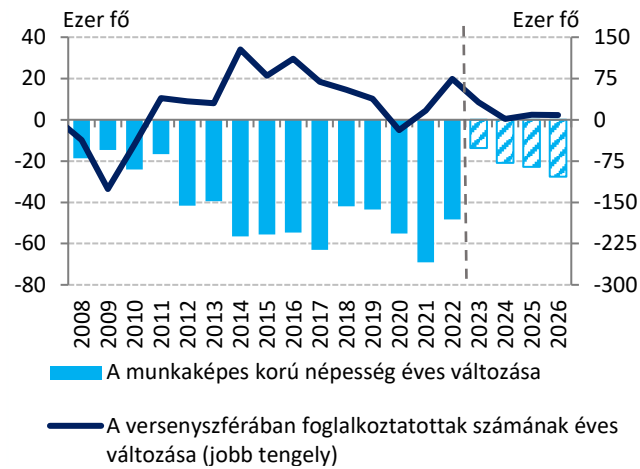
Forrás: Eurostat, Európai Bizottság, KSH, MNB

A munkaerő-kereslet továbbra is erős, azonban enyhén mérséklődött. A munkaerőpiac feszsége az elmúlt negyedévekben csökkent, jelenleg a 2017 év eleji szinten tartózkodik. A munkaerő-kereslet enyhén mérséklődött az utóbbi negyedévekben, az üres álláshelyek száma csökkent a versenyszférában, ezen belül leginkább a feldolgozóipar, a kereskedelem és a szállítás ágazatokban. A legutóbbi ESI felmérés alapján a feldolgozóiparban és a kereskedelemben nem változtak a foglalkoztatási kilátások. Az egyéb piaci szolgáltatásoknál nőtt azoknak a vállalatoknak az aránya, amelyek a foglalkoztatottjaik számának növekedésére számítanak a következő három hónapban. Az építőipar területén még mindig létszámleépítést terveznek a vállalatok, de ennek mértéke csökkent az utóbbi hónapokban (1-15. ábra).

A munkanélküliek száma a jövő évtől várhatóan csökken. A szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 2023 harmadik negyedévében 4,0 százalékon alakult, ami nem jelent érdemi változást az előző negyedévhez képest. A hazai ráta nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsony (1-16. ábra), az októberi ráta a hatodik legalacsonyabb volt uniós összevetésben. Az elmúlt negyedévekben a foglalkoztatottak számának emelkedésével párhuzamosan a munkanélküliek száma is nőtt, így egyre több a munkaerőpiacon megjelenő aktívák száma. Aktuális előrejelzésünk szerint a munkanélküliségi ráta 4,0 – 4,1 százalékon alakulhat az idei évben, majd 3,6 – 3,9 százalék között lehet 2024-ben. 2025-ben 3,2 – 3,8 százalék között, 2026-ban 2,9 – 3,9 százalékon alakulhat a ráta.

A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma 2023 harmadik negyedévében újabb historikus csúcsára emelkedett. A csúcs elérését követően az idei év hátralévő részében érdemi változásra nem számítunk a foglalkoztatásban. A versenyszféra létszáma így várhatóan 0,9 százalékkal nő az idei évben. 2024-ben az enyhén csökkenő munkaerő-kereslet hatására a foglalkoztatás visszafogott bővülésére számítunk. A demográfiai folyamatok is korlátot jelentenek a foglalkoztatás további jelentős létszám bővülésének (1-17. ábra). Aktuális előrejelzésünk szerint a versenyszférában foglalkoztatottak

1-17. ábra: A munkaképes korú népesség és a versenyszférában foglalkoztatottak számának éves változása



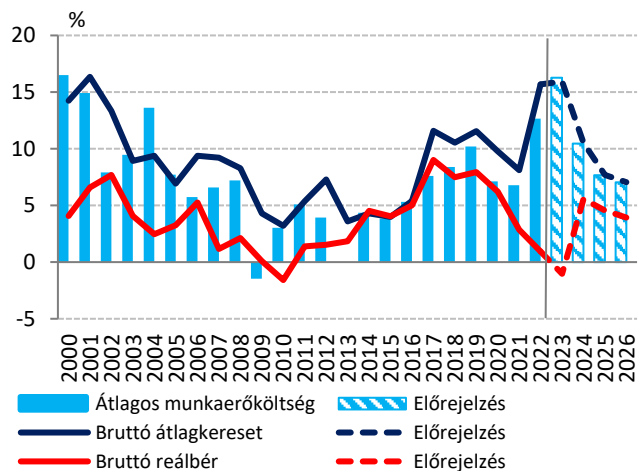
Megjegyzés: A foglalkoztatottak száma a 15-74 évesekre vonatkozik, a munkaképes korú népességre vonatkozó előrejelzés azonban a 15-64 évesekre. A foglalkoztatottak számát az előrejelzési sáv közepe alapján jelöltük.

Forrás: Eurostat, KSH, MNB

száma várhatóan 0,9 százalékkal nő 2023-ban, majd (-0,1) – 0,3 százalék között változhat 2024-ben. 2025-ben és 2026-ban is 0,0 – 0,5 százalék között alakulhat a foglalkoztatás változása.

2023 végétől ismét emelkednek a reálbérek. 2023 decemberétől 15 százalékos minimálbér- és 10 százalékos garantált bérminimum emelés valósul meg. A minimálbér-emelés egy hónappal történő előrehozatala enyhén emeli az idei évi versenyszféra bérdinamikát. Az adminisztratív bérek emelése és a munkaerőpiac továbbra is magas feszessége következtében a bérdinamika várhatóan a jövő évben is erős marad. Az infláció folyamatos mérséklődése és a munkaerőpiaci feszesség fokozatos enyhülése azonban az idei évnél visszafogottabb bérdinamikát eredményez. Idén 15,9 – 16,0 százalékos bérdinamika valósulhat meg a versenyszférában, míg jövőre 10,0 – 11,0 százalékkal emelkedhetnek a bérek. 2025-re 7,1 – 8,2 százalék közötti, 2026-ra pedig 6,5 – 7,6 százalék közötti az előrejelzésünk (1-18. ábra).

1-18. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása



Megjegyzés: Az előrejelzési sáv közepe alapján.

Forrás: KSH, MNB

1-6. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest

	2022		2023		2024		2025		2026
	Tény	Előrejelzés							
		Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Aktuális	
Infláció (éves átlag)									
Maginfláció	15,7	18,1 - 18,6	18,1 - 18,2	4,4 - 6,8	4,4 - 6,0	3,0 - 3,5	3,0 - 3,5	3,0 - 3,5	3,0 - 3,5
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	15,6	18,1 - 18,6	18,1 - 18,2	4,4 - 6,8	4,4 - 6,0	3,0 - 3,5	3,0 - 3,5	3,0 - 3,5	3,0 - 3,5
Infláció	14,5	17,6 - 18,1	17,6 - 17,7	4,0 - 6,0	4,0 - 5,5	2,5 - 3,5	2,5 - 3,5	2,5 - 3,5	2,5 - 3,5
Gazdasági növekedés									
Háztartások fogyasztási kiadása	6,5	(-2,0) - (-1,8)	(-3,0) - (-2,9)	2,1 - 2,9	2,8 - 3,5	2,6 - 3,6	2,6 - 3,6	2,6 - 3,6	2,7 - 3,7
Közösségi végső fogyasztás ¹	3,2	0,2 - 0,6	1,6 - 1,7	0,2 - 1,4	0,4 - 1,6	0,9 - 2,0	0,8 - 1,9	0,8 - 1,9	0,8 - 1,9
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	0,1	(-8,5) - (-7,5)	(-12,2) - (-11,8)	2,1 - 5,1	1,5 - 4,5	2,6 - 5,5	1,8 - 4,7	0,8 - 3,7	0,8 - 3,7
Belföldi felhasználás	3,7	(-4,0) - (-3,8)	(-5,3) - (-5,1)	1,8 - 2,8	2,1 - 3,1	2,3 - 3,5	2,1 - 3,3	1,8 - 3,0	1,8 - 3,0
Export	12,6	1,6 - 2,2	0,4 - 0,6	4,8 - 6,8	2,7 - 4,3	3,7 - 5,4	5,8 - 7,6	4,6 - 6,4	4,6 - 6,4
Import	11,6	(-2,6) - (-2,0)	(-4,8) - (-4,6)	3,3 - 5,5	2,3 - 3,9	2,7 - 4,7	4,1 - 6,1	3,1 - 5,1	3,1 - 5,1
GDP	4,6	(-0,5) - 0,5	(-0,6) - (-0,4)	3,0 - 4,0	2,5 - 3,5	3,0 - 4,0	3,5 - 4,5	3,0 - 4,0	3,0 - 4,0
Munkatermelékenység ²	3,0	(-0,3) - 0,0	(-0,6) - (-0,5)	2,7 - 3,8	2,8 - 3,7	2,4 - 3,8	3,4 - 4,7	2,8 - 4,2	2,8 - 4,2
Külső egyensúly³									
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-8,2	(-1,1) - (-0,1)	(-0,1) - 0,7	0,4 - 1,6	0,4 - 1,6	1,1 - 2,5	1,6 - 3,0	2,5 - 4,1	2,5 - 4,1
Külső finanszírozási képesség	-6,1	1,1 - 2,1	2,1 - 2,9	2,1 - 3,3	2,2 - 3,4	2,7 - 4,1	3,4 - 4,8	4,3 - 5,9	4,3 - 5,9
Államháztartás³									
ESA-egyenleg	-6,2	-5,2	(-6,0) - (-5,2)	-2,9	(-3,9) - (-2,9)	-1,9	(-2,9) - (-1,9)	(-2,4) - (-1,4)	(-2,4) - (-1,4)
Munkaerőpiac									
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	17,4	13,4 - 13,7	13,7 - 13,9	10,0 - 11,2	10,6 - 11,6	7,4 - 8,7	7,7 - 9,0	7,4 - 8,7	7,4 - 8,7
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,3	0,5 - 0,6	0,5	(-0,1) - 0,5	(-0,3) - 0,1	(-0,1) - 0,6	(-0,3) - 0,4	(-0,2) - 0,6	(-0,2) - 0,6
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁴	15,7	15,6 - 15,9	15,9 - 16,0	9,5 - 10,5	10,0 - 11,0	6,9 - 8,1	7,1 - 8,2	6,5 - 7,6	6,5 - 7,6
Versenyszféra foglalkoztatottság	2,1	0,8 - 1,0	0,9	0,2 - 0,7	(-0,1) - 0,3	0,0 - 0,6	0,0 - 0,5	0,0 - 0,5	0,0 - 0,5
Munkanélküliségi ráta	3,6	3,9 - 4,0	4,0 - 4,1	3,5 - 3,8	3,6 - 3,9	3,1 - 3,8	3,2 - 3,8	2,9 - 3,9	2,9 - 3,9
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	9,9	15,2 - 15,7	17,1 - 17,4	5,1 - 6,6	7,2 - 8,6	4,1 - 5,9	4,7 - 6,4	4,1 - 5,8	4,1 - 5,8
Lakossági reáljövedelem ⁵	5,6	(-1,0) - (-0,8)	(-1,3) - (-1,2)	2,1 - 3,1	2,8 - 3,7	2,5 - 3,7	2,5 - 3,7	2,3 - 3,5	2,3 - 3,5

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.

1-7. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózissal

	2023	2024	2025	2026
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)				
MNB (2023. december)	17,6 - 17,7	4,0 - 5,5	2,5 - 3,5	2,5 - 3,5
Consensus Economics (2023. december) ¹	17,0 - 17,6 - 18,1	2,9 - 4,7 - 6,5		
Európai Bizottság (2023. november) ²	17,2	5,2	4,1	
IMF (2023. október)	17,7	6,6	4,3	3,8
OECD (2023. november)	17,5	4,6	3,3	
Reuters-felmérés (2023. december) ¹	17,3 - 17,7 - 18,0	4,1 - 5,1 - 6,5	3,4 - 4,0 - 5,5	
GDP (éves növekedés, %)				
MNB (2023. december)	(-0,6) - (-0,4)	2,5 - 3,5	3,5 - 4,5	3,0 - 4,0
Consensus Economics (2023. december) ¹	(-1,1) - (-0,6) - (-0,1)	2,0 - 2,8 - 4,4		
Európai Bizottság (2023. november) ²	-0,7	2,4	3,6	
IMF (2023. október)	-0,3	3,1	3,3	3,4
OECD (2023. november)	-0,6	2,4	2,7	
Reuters-felmérés (2023. december) ¹	(-1,2) - (-0,6) - (-0,5)	2,1 - 2,7 - 3,2	3,0 - 3,3 - 4,0	
Folyó fizetési mérleg egyenlege³				
MNB (2023. december)	(-0,1) - 0,7	0,4 - 1,6	1,6 - 3,0	2,5 - 4,1
Európai Bizottság (2023. november) ²	0,9	0,1	-0,4	
IMF (2023. október)	-0,9	-1,6	-0,8	-0,3
OECD (2023. november)	0,1	0,8	0,5	
Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)³				
MNB (2023. december)	(-6,0) - (-5,2)	(-3,9) - (-2,9)	(-2,9) - (-1,9)	(-2,4) - (-1,4)
Consensus Economics (2023. december) ¹	(-6,4) - (-5,3) - (-3,9)	(-4,4) - (-3,7) - (-2,9)		
Európai Bizottság (2023. november) ²	-5,8	-4,3	-3,8	
IMF (2023. október)	-5,5	-3,8	-2,8	-2,1
OECD (2023. november)	-5,2	-4,1	-3,4	
Reuters-felmérés (2023. december) ¹	(-6,0) - (-5,6) - (-5,2)	(-4,4) - (-4,1) - (-3,8)	(-3,4) - (-3,2) - (-2,9)	
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)				
MNB (2023. december)	0,5 - 0,7	1,5 - 2,3	1,9 - 2,7	1,1 - 2,0
EKB (2023. december)	0,6	0,8	1,5	1,5
Consensus Economics (2023. december) ¹	0,7	1,2		
Európai Bizottság (2023. november) ²	0,4	1,1	1,5	1,6
IMF (2023. október) ²	0,7	1,5	2,2	2,2
OECD (2023. november) ²	0,5	1,1	1,6	

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

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

³ A GDP arányában.

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

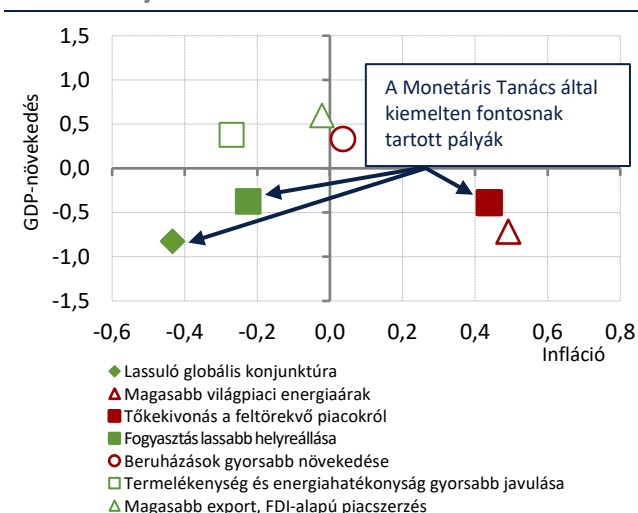
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács a decemberi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül három alternatív forgatókönyvet emelt ki. A lassuló globális konjunktúrát feltételező és a fogyasztás lassabb helyreállításával számoló forgatókönyvek megvalósulása esetén az alappályához képest alacsonyabban alakulhat mind a gazdasági növekedés, mind az infláció. Ugyanakkor a feltörekvő piacokról történő esetleges tőke kivonás magasabb inflációs pályával konzisztens. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scenárióként a magasabb világpiacon energiára vonatkozó, a beruházások gyorsabb növekedését feltételező, a termelékenység és energiahatékonyság gyorsabb javulására alapozó, illetve a magasabb exporttal és FDI-alapú piacszerzéssel számoló pályákat tárgyalta.

Lassuló globális konjunktúra

Az Európai Unió gazdaságainak többségében 2022 eleje óta lassul a GDP-növekedés üteme, míg az Egyesült Államok gazdasága idén élénkületet mutatott. Ezt a kettősséget a termelési indikátorok is megerősítik. Az Egyesült Államokban 3,0, míg Kínában 4,9 százalékos gazdasági növekedést regisztráltak éves bázison a harmadik negyedévben. Az eurozóna és az EU-27 országok gazdasága egyaránt stagnált. Az eurozónára vonatkozó bejövő gazdasági adatok május óta negatívan lepik meg a piaci szereplőket. A havi termelési indikátorok az eurozónában csökkentek, míg az USA-ban és Kínában nőttek. Novemberben az Egyesült Államokban, Kínában és az eurozónában javult a Beszerzési Menedzser Index. Az index az eurozónában továbbra is a küszöbérték alatt, míg az Egyesült Államokban és Kínában a küszöbérték felett alakult. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország gazdasága 0,4 százalékos csökkenést mutat éves alapon. A német iparban a harmadik negyedévben is visszaesést mértek, a feldolgozóipari rendelésállomány pedig az év eleje óta csökken.

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

A 2023-ra vonatkozó növekedési várakozások vegyesen alakultak. A Bloomberg elemzői várakozásai szerint 2023-ban a világgazdaság a szeptemberben várt 2,7 százalékkal szemben 2,8 százalékkal növekedhet. Az Európai Unió bővülési üteme az elemzők véleménye szerint a korábban várt 0,7 százalék helyett mindössze 0,5 százalék lehet. Az USA-ra vonatkozó növekedési várakozások 2,3 százalékra emelkedtek, míg Kínában változatlanul 5,2 százalékos növekedést várnak az elemzőházak.

A globális gazdasági kilátásokat továbbra is kettősség jellemzi, az európai gazdaságok 2024. évi növekedésére vonatkozó előrejelzések az idei év második felében érdemben romlottak. Az IMF World Economic Outlook októberi előrejelzése alapján 2023-ban 3,0, míg 2024-ben

2,9 százalékra lassulhat a globális növekedés. A korábban vártnál magasabb lehet a növekedés az USA-ban és a nagy feltörekvő gazdaságokban, ugyanakkor Kína és az euroövezet növekedési kilátásai lefelé módosultak. 2023 egészét tekintve a fejlett országokban 1,5 százalékra, míg 2024-ben 1,4 százalékra lassul a kibocsátás növekedési üteme. Ugyanakkor a feltörekvő országok mind idén, mind jövőre 4 százalékos GDP-növekedést érhetnek el.

A forgatókönyv megvalósulása esetén az alappályához képest mérsékeltebben alakul a globális növekedés. A globális gazdaság, azon belül is kiemelten Kína lassulása tovább rontja a német exportszektor növekedési kilátásait. Az európai országok gazdasági teljesítményének lassulása, valamint a zsugorodó 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.

A fogyasztás lassabb helyreállása

2023 második felében az infláció csökkenésével a reálbérekben gyors fordulat következik be. Szeptemberben a reálkeresetek már emelkedtek az egy évvel korábbihoz képest, a KSH adatai alapján 1,7 százalékkal éves alapon.

A reálbérek növekedése, valamint a munkaerőpiaci folyamatok robusztussága ellenére a növekvő árszintek jelentősen erodálták a lakosság jövedelmét és vagyonát. A reálbérek szintje a 2,5 évvel korábbi, a reálvagyon szintje a 3 évvel korábbi szintre csökkent vissza. A pénzügyi vagyonuk reálértékének helyreállítása érdekében a háztartások jelentősen növelték megtakarításaikat.

Emellett a lakossági bizalmi indikátor javulása az őszi hónapokban lelassult, ami hátráltatja a hazai fogyasztás élénkülését. 2023 novemberében a GKI fogyasztói bizalmi indexe -36,7 pontra csökkent az októberi -35,6 pontos értékről, így továbbra is a 2020-as, koronavírus-járvánnyal sújtott évben látott szinteket idézi. A fogyasztói bizalmi index korrekciója az infláció tetőzésével párhuzamosan megindult, azonban a gyors dezinfláció ellenére az elmúlt hónapokban az index -35 és -40 pont között ingadozott. **A bizalmi index trendje alapján a fogyasztói bizalom csak lassú javulást mutat, ami előretételeként fékezheti a fogyasztás helyreállítását.**

A nemzetközi tapasztalatok szintén azt mutatják, hogy az erőteljes dezinfláció ellenére a fogyasztás helyreállása elhúzódó folyamat lehet. A balti országok hazánkat 4-5 hónappal megelőzve érték el az inflációs csúcst, ami mindhárom ország esetében 20 százalék fölött volt. A

dezinfláció üteme is hasonlóságot mutat a hazaival. Észtországban 20,9 százalékponttal, Lettországban és Litvániában pedig 18,4 százalékponttal csökkent az infláció a tetőzést követő egy év alatt. Ugyanakkor a fogyasztás helyreállása egyelőre nem indult meg egyik országban sem. 2023 harmadik negyedében Észtországban 2,6 százalékkal, Litvániában 1,8 százalékkal, Lettországban pedig 1,2 százalékkal mérséklődött a háztartások fogyasztási kiadása éves alapon.

Az alternatív pálya azzal számol, hogy az erőteljes dezinfláció ellenére a megtakarítási ráta tartósan magas szinten alakul, ami a hazai fogyasztás lassabb helyreállítását eredményezi. A visszafogott fogyasztás az alappályához képest alacsonyabb növekedési és inflációs pályával konzisztens, ami lazább monetáris kondíciókat indokol.

Tőke kivonás a feltörekvő piacokról

Az elmúlt hónapokat tekintve a kockázatvállalási hajlandóság változékonyan alakult, de összességében javult. Az időszakban a globálisan meghatározó jegybankok monetáris politikájával kapcsolatos várakozások, a makrogazdasági adatközlések és a gázai események alakították a befektetői hangulatot. A fejlett piaci tőzsdeindexek emelkedtek. A kötvényhozamok előbb historikusan magas szintekre emelkedtek a fejlett gazdaságokban, majd novemberben korrigáltak. A dollár gyengült az euróval szemben. A kockázati indikátorok közül a részvénytőzsi volatilitást mérő VIX index és a feltörekvő piacokat jellemző EMBI Global kötvénypiaci felár is a szeptember eleji szintje közelébe csökkent.

A globálisan meghatározó jegybankok monetáris politikai irányultsága továbbra is szigorú, ugyanakkor mind a Federal Reserve, mind az Európai Központi Bank elérhette a kamatpálya csúcsát. A Fed az elmúlt negyedév kamatdöntő ülésein nem változtatott monetáris kondícióin, és az aktuális árazások alapján a piaci szereplők nem várnak további kamatemelést. Az első, 25 bázispontos kamatcsökkentésre 2024 márciusában kerülhet sor. **Az EKB szeptemberben 25 bázisponttal emelte irányadó rátáit,** ezt követően **októberben és decemberben nem változtatott a kamatkondíciókon.** Előretekintve nem várható több kamatemelés, és a piaci árazások alapján 2024 áprilisában történhet az első, 25 bázispontos kamatcsökkentés az EKB részéről.

Mind az USA-ban, mind az eurozónában végbement az inflációs fordulat, ugyanakkor a maginflációs adatok elhúzódó dezinflációra utalnak, ami mindkét jegybank esetén a kamatpálya felfelé tolódását eredményezheti.

Az alternatív pálya elhúzódó globális deflációs folyamattal számol. Ennek következtében a meghatározó jegybankok monetáris politikája az alappályához képest tovább maradhat szigorú, ami hazánk esetén a monetáris kondíciók relatív értelemben lazábbá válását jelenti. Ebben a környezetben, figyelembe véve az országspecifikus sérülékenységi szempontokat (infláció, külső egyensúly) is, a feltörekvő piacokkal, így hazánkkal szemben az alappályához képest tartósabban és erőteljesebben megemelkedik a kockázatkerülés. Ennek eredményeként jelentős tőkeáramlás és az infláció további emelkedése következhet be, valamint szigorúbb monetáris kondíciók válnak szükségessé.

További kockázatok

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

A magasabb világpiacon energiaárakat feltételező alternatív pályában globális kínálati problémákat és növekvő geopolitikai feszültséget feltételezünk, aminek hatására hazánk külső egyensúlyi helyzete az alappályánál kedvezőtlenebbül alakul. A nyersanyagpiaci zavarok és a magasabb árak tartós fennmaradásának 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. Mivel a hazai gazdaság nyersanyagimportőr, ezért a külső és a belső egyensúlyi folyamatok is kedvezőtlen irányba módosulnak, ami a kockázati prémiumot is emeli. A forgatókönyv megvalósulása esetén az alappályához képest szigorúbb monetáris kondíciók válhatnak indokolttá.

A beruházások gyorsabb növekedését feltételező alternatív pályában arra számítunk, hogy az erőteljes defláció és a kockázati környezet javulása a hitelezés gyorsulását eredményezi. Az EU-források az alappályához képest szintén gyorsabban kerülnek felhasználásra. Ezek a tényezők összességében a beruházások gyorsabb helyreállításához vezetnek, ami magasabb növekedési pályát eredményez.

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 feltételezetttnél 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.

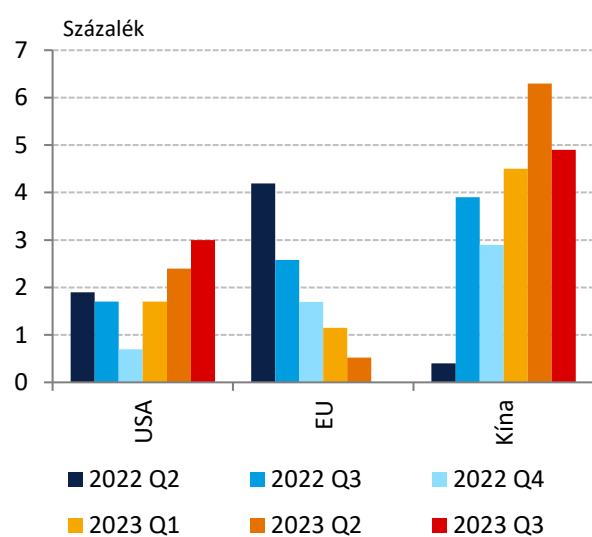
A magasabb exportot és FDI-alapú piacszerzést bemutató alternatív pályában a hazai export az alappályánál gyorsabban nő két okból. Egyrészt a már működő hazai és külföldi vállalatok exportpiaci részesedése emelkedik, másrészt a tervezett FDI-alapú zöldmezős beruházások a vártnál gyorsabban állnak be a termelésbe, és ezek az új kapacitások szintén növelik hazánk exportteljesítményét. Továbbá a javuló kockázati megítélés eredményeként további zöldmezős FDI-beruházások érkeznek hazánkba. A forgatókönyv így magasabb növekedési pályával áll összhangban.

3. Makrogazdasági helyzetértékelés

3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

A harmadik negyedévben az Európai Unió gazdaságaiban tovább lassult a növekedés, azonban a csökkenő gazdasági aktivitás ellenére a munkaerőpiac feszes maradt. Az Egyesült Államok gazdaságának bővülése meghaladta a várakozásokat, míg Kínáé a folytatódó ingatlanpiaci zavarok ellenére a lakossági fogyasztás kedvező alakulása mellett megfelelt a prognózisoknak. A nemzetközi konjunktúra – és különösképpen az európai gazdasági kilátások – alakulására továbbra is jelentős kockázatot jelent a folytatódó orosz-ukrán háború és az általánosan feszült geopolitikai helyzet. Az Egyesült Államokban a Federal Reserve novemberben és decemberben változatlan szinten tartotta az irányadó ráta célsávját. A Fed emellett folytatta a 2022 júniusában megkezdett mérlegszűkítését. Az EKB októberben és decemberben szinten tartotta a kamatokat, miután a szeptemberi kamatemelést követően jelezte, hogy az irányadó ráták elérték a kellően restriktív szintet. A jegybank bejelentette, hogy 2024 második felében tervezi megkezdni a PEPP portfólió csökkentését. Az újrabefektetéseket az EKB 2024 végén kívánja teljes mértékben lezárni. A régióban a lengyel jegybank változatlan szinten tartotta az irányadó kamatlábát novemberben és decemberben, miután szeptemberben 75, októberben pedig 25 bázisponttal csökkentette azt. A cseh és a román jegybank változatlan szinten tartotta a kamatlábakat az elmúlt 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

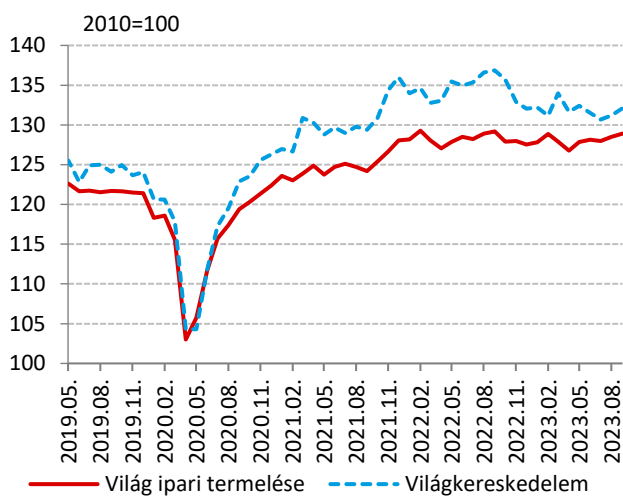
3.1.1. A nemzetközi konjunktúra alakulása

2023 harmadik negyedévében az EU gazdaságaiban tovább lassult a gazdasági növekedés üteme (3-1. ábra). Az európai gazdaságok teljesítménye az előzetes várakozásokhoz képest vegyesen alakult, 2023 harmadik negyedévében az EU és az eurozóna gazdasága szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján stagnált az előző év azonos időszakához képest. Az Európai Unió 27 országa közül negyedéves alapon 13 tagországban csökkent a GDP. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország kibocsátása 2023 harmadik negyedévében 0,4 százalékkal mérséklődött éves bázison. A régiós országok közül Csehországban (-0,7 százalékkal) csökkent, míg Lengyelországban (+0,6 százalékkal) és Szlovákiában (+1,1 százalékkal) nőtt a GDP az előző év azonos időszakához viszonyítva.

Az USA-ban éves alapon tovább gyorsult a kibocsátás bővülése, a növekedés az előzetes várakozások felett alakult. Az Egyesült Államok gazdasága 3,0 százalékkal emelkedett éves bázison, ami a tavalyi év első negyedévé óta a legmagasabb növekedés, míg negyedéves bázison 1,2 százalékos bővülést mértek. A növekedést támogatta a lakossági fogyasztás harmadik negyedévben is jelentős bővülése, valamint a beruházások.

Kínában 2023 harmadik negyedévében lassult az éves növekedési dinamika. Kínában a második negyedévinél mérsékeltebb, 4,9 százalékos éves növekedést regisztráltak, míg negyedéves alapon 1,3 százalékkal bővült a kibocsátás. A bejövő adatok alapján az év utolsó negyedévében fennmaradhat az 5 százalékos körüli növekedési dinamika, a kiskereskedelmi forgalom és az ipari termelés stabil növekedést mutat éves alapon. Az elhúzódó ingatlanpiaci

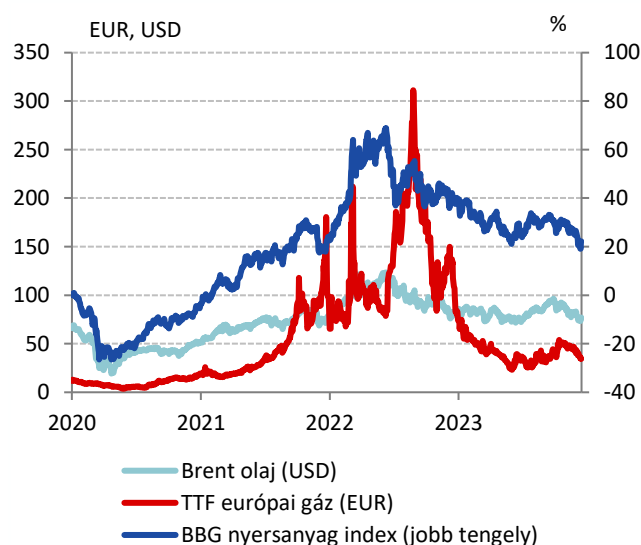
3-2. ábra: A világ ipari termelésének és a világkereskedelemnek az alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: CPB

3-3. ábra: Nyersanyagárak alakulása



Forrás: Bloomberg

miatt az ingatlanpiaci beruházások az idei év során jelentősen csökkentek éves összevetésben.

A nemzetközi konjunktúra alakulásának szempontjából jelentős kockázatot jelentenek az európai gazdaságok romló növekedési kilátásai, valamint a folytatódó orosz-ukrán háború és az általánosan feszült geopolitikai helyzet.

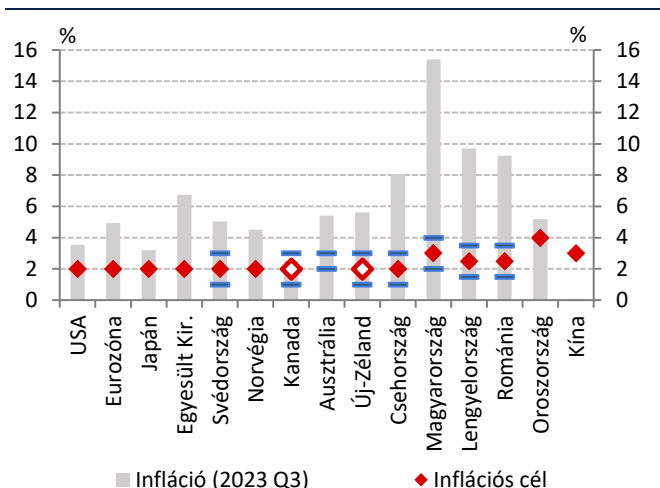
A harmadik negyedévben a globális ipari termelés és a globális kereskedelem nem tudott érdemben növekedni (3-2. ábra). A kereskedelem így továbbra is a tavalyi év szintje alatt alakult annak ellenére, hogy az ellátási láncok normalizálódtak, valamint a világpiaci nyersanyagárak is érdemben csökkentek a tavalyi szintjükhöz képest (3-3. ábra). Az elmúlt hónapokban az infláció mérséklődése és a továbbra is kedvező munkaerőpiaci helyzet támogatta a globális konjunktúrát. Ugyanakkor a korábbinál magasabb kamatpályák, az EU-ban visszaeső ipari termelés és romló növekedési kilátások, valamint az általánosan feszült geopolitikai helyzet jelentős kockázatot jelentenek, így a jövő évi globális és európai növekedési kilátások a szeptemberi előrejelzéshez képest romlottak. A nemzetközi konjunktúraindexek alapján a fogyasztói bizalom és az üzleti hangulat az EU gazdaságaiban továbbra is alacsony szinten áll. A beszerzési menedzser indexek az idei évben a szolgáltatászektorban is visszaestek, és az elmúlt hónapokban sem tudtak érdemben növekedni, az ipari kilátások pedig a globális új rendelések mérséklődésével továbbra is pesszimisták a harmadik negyedévben.

3.1.2. Nemzetközi monetáris politikai, inflációs és pénzügyi folyamatok

A globális infláció mérséklődött az elmúlt hónapokban, a maginfláció azonban csak kisebb mértékben csökkent. A fejlett gazdaságok többségében az inflációs ráta továbbra is érdemben meghaladja a jegybanki célértékeket (3-4. ábra).

Az Egyesült Államokban az infláció tovább mérséklődött. A CPI infláció a szeptemberi 3,7 százalékos szintjéről októberben 3,2 majd novemberben 3,1 százalékra csökkent. A maginfláció a szeptemberi 4,1 százalékos szintjéről októberben 4,0 százalékra csökkent, majd novemberben változatlanul ezen a szinten alakult. A PCE inflációs mutató augusztusban és szeptemberben tartotta a júliusban elért 3,4 százalékos szintjét, majd októberben 3,0 százalékra csökkent. Az infláció szerkezetét tekintve jelenleg a szolgáltatások hozzájárulása a legmagasabb.

Az Egyesült Államokban a Federal Reserve változatlanul tartotta az irányadó ráta célszámát novemberben és decemberben. A decemberi döntést követően Jerome Powell, a Fed elnöke elmondta, hogy a jegybank továbbra is adatfüggő módon folytatja a monetáris politika meghatározását. A decemberi előrejelzések alapján a

3-4. 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.

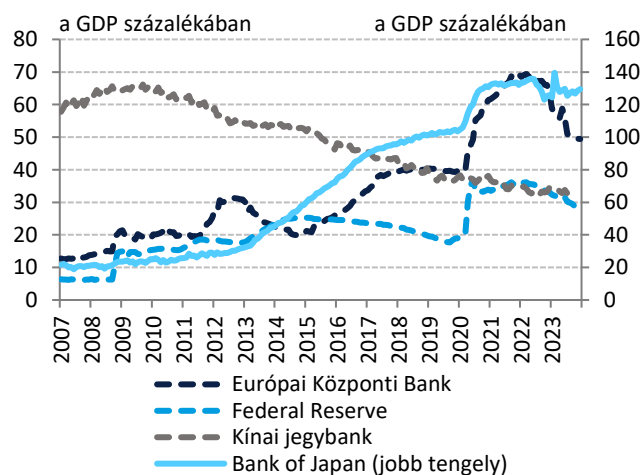
Forrás: OECD, FRED, National Institute of Statistics Romania, Statistics Sweden, Federal State Statistics Service

döntéshozók az irányadó ráta jövő év végi szintjére vonatkozó várakozásukat 5,1 százalékról 4,6 százalékra mérsékeltek, míg 2025 végén 3,9 helyett 3,6 százalékos irányadó rátára számítanak. 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. december elején 7788 milliárd dolláron, a GDP 28,2 százalékán alakult (3-5. ábra).

Az euroövezetben az infláció a szeptemberi 4,3 százalékos szintjéről októberben 2,9 százalékra, novemberben pedig 2,4 százalékra csökkent az előzetes adatok alapján. A maginfláció a szeptemberi 4,5 százalékos szintjéről októberben 4,2 százalékra, majd novemberben 3,6 százalékra csökkent az előzetes adatok alapján. A jegybank decemberi előrejelzése alapján 2023-ban 5,4 százalékon, 2024-ben 2,7 százalékon, 2025-ben 2,1, 2026-ban pedig 1,9 százalékon alakulhat az éves infláció.

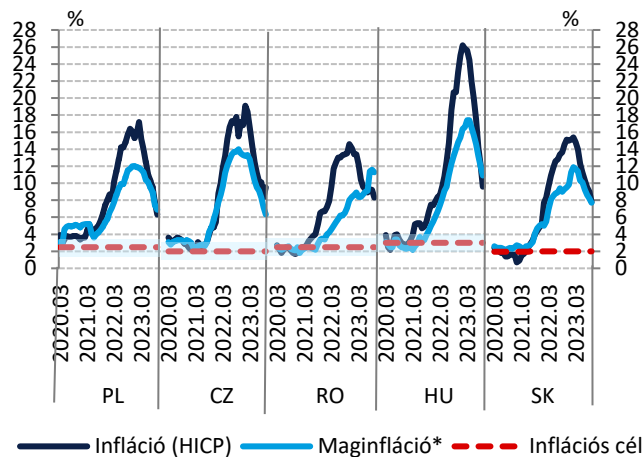
Az EKB szeptemberi kamatemelése után októberben és decemberben szinten tartotta a kamatokat, valamint bejelentette, hogy a PEPP portfólió csökkentésének megkezdését 2024 második felére tervezi. A jegybank jelenlegi értékelése alapján a kamatlábak olyan szinten vannak, amelyet kellően hosszú ideig fenntartva jelentősen hozzájárulnak ahhoz, hogy az infláció időben visszatérjen a célértékhez. A kamatlábak megfelelő szintjének meghatározásakor továbbra is adatfüggő megközelítést fog alkalmazni a jegybank. A jegybank decemberben bejelentette, hogy 2024 második felében havonta átlagosan 7,5 milliárd euróval csökkenteni kívánja a PEPP portfóliót. Az újrabefektetéseket az EKB 2024 végén kívánja teljes mértékben lezárni. Az EKB mérlegfőösszege 2023. december elején 6993 milliárd eurón, a GDP 49,4 százalékán alakult (3-5. ábra).

A japán jegybank nem változtatott a többlettartalékokra vonatkozó -0,1 százalékos kamaton az elmúlt negyedévben, azonban a hozamcél körüli toleranciasávot az eddigi ± 50 bázisponttól ± 100 bázispontra szélesítette. Emellett a toleranciasáv már nem jelent kemény korlátot, hanem a jegybank referenciapontként tekint arra, és a hozamgörbét a szükséges lejáratokon eszközvásárlásokkal alakítja. A jegybank mindaddig folytatja mennyiségi és minőségi lazítási programját (QQE), ameddig az infláció stabilan el nem éri a 2 százalékos célt. Az infláció az augusztusban mért 3,2 százalékról 3,0 százalékra csökkent szeptemberben, majd októberben 3,3 százalékra emelkedett. A jegybank GDP arányos mérlegfőösszege 2023. december elején 129,4 százalékon alakult (3-5. ábra).

3-5. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban


Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

3-6. 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

A kínai jegybank nem változtatott a középtávú hiteleszköz 2,5, illetve az egy- és ötéves referencia hitelkamatok 3,45 és 4,20 százalékos szintjén. Azonban a jegybank szeptember 15-i hatállyal 25 bázisponttal csökkentette a kereskedelmi bankok kötelező tartalékrátáját. A döntés következtében a kínai kereskedelmi bankok súlyozott-átlagos kötelező tartalékrátája 7,6 százalékról 7,4 százalékra csökkent. A 18 legnagyobb kínai kereskedelmi bank változatlanul 3,45, illetve 4,20 százalékon tartotta a legjobb adóbsbesorolású ügyfeleknek kínált egy- és ötéves referencia hitelkamatlábak szintjét. Az infláció a szeptemberi 0,0 százalékos szintjéről októberben -0,2, novemberben pedig -0,5 százalékra csökkent. A jegybank mérlegfőösszege október elején a GDP 34,7 százalékán alakult.

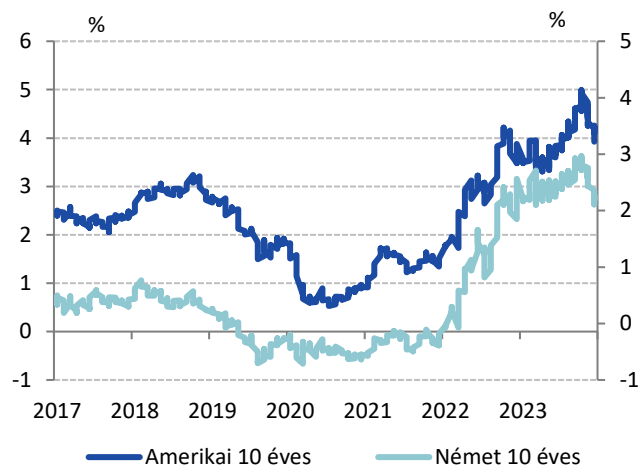
A lengyel jegybank mind a novemberi, mind a decemberi kamatdöntő ülésén változatlanul, 5,75 százalékon tartotta az irányadó rátáját, miután szeptemberben 75, októberben pedig 25 bázisponttal csökkentette azt. Előretekintve, a jegybank a további lépésekről a beérkező inflációs és gazdasági aktivitási adatok alapján fog dönteni. Adam Glapinski, jegybankelnök elmondta, hogy a fennálló kockázatok mellett nem akarnak sietni a további kamatcsökkentéssel. Az infláció a szeptemberi 8,2 százalékos szintjéről októberben 6,6 százalékra mérséklődött, majd novemberben is ezen a szinten alakult. A harmonizált fogyasztóiár-index 6,3 százalék volt októberben (3-6. ábra).

A cseh jegybank változatlan szinten, 7,0 százalékon tartotta az alapkamatot. Aleš Michl, a cseh jegybank elnöke a döntést követő sajtótájékoztatóján elmondta, hogy több alternatív scenáriót is megvitattak. Ezek szerint alacsony lenne a lehetséges makrogazdasági költsége annak, ha hosszabb ideig a jelenlegi szinten hagynák a kamatokat, amennyiben nem valósulnak meg az inflációt övező felfelé mutató kockázatok. Az infláció a szeptemberi 6,9 százalékos szintjéről októberben 8,5 százalékra emelkedett, majd novemberben 7,3 százalékra csökkent. A harmonizált fogyasztóiár-index októberben 9,5 százalék volt (3-6. ábra).

A román jegybank változatlan szinten, 7,0 százalékon tartotta az irányadó rátát. Az infláció a szeptemberi 8,8 százalékos szintjéről októberben 8,1, majd novemberben 6,7 százalékra csökkent. A harmonizált fogyasztóiár-index októberben 8,3 százalék volt (3-6. ábra). Mugur Isărescu, a román jegybank elnöke elmondta, hogy a jegybank jelenleg még nem tervezi csökkenteni az alapkamatot. A jegybank kitart a hosszabb ideig fenntartott, magasabb kamatlábak („higher for longer”) mellett.

Az elmúlt negyedévben összességében javult a befektetői hangulat. A közel-keleti geopolitikai konfliktus ugyan átmenetileg növelte a befektetői kockázatkerülést az

3-7. ábra: A 10 éves amerikai és német állampapírhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

időszak első felében, a diplomáciai erőfeszítéseket és az átmeneti tűzszünet életbelépését azonban a piacok kedvezően fogadták. A javuló befektetői kockázatvállalási kedvhez hozzájárult az amerikai kormányzati leállás elkerülése és a korábban vártnál jobban mérséklődő amerikai és európai infláció is. Az elmúlt negyedévben alapvetően a nagy jegybankok kamatpolitikájával kapcsolatos várakozások, valamint a közel-keleti geopolitikai konfliktus befolyásolta az eszközárak alakulását. Az Amerikai Egyesült Államok kormányzati leállásának elkerülése szintén pozitív hatással volt a befektetői hangulatra. A piaci várakozások a Fed és az EKB szigorú monetáris politikájának hosszabb távú fennmaradását árazzák. Az olajpiacon a közel-keleti konfliktus diplomácia rendezésével szintén megnyugvás volt tapasztalható.

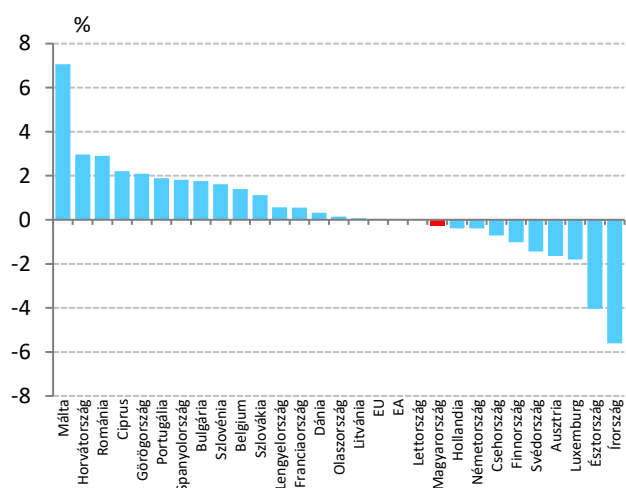
Az elmúlt időszakban az olajárak 75 dollár közelébe csökkentek, és az európai gáz ára is csökkent (3-3. ábra) A fejlett részvényindexek Amerikában 9,5 százalékot, míg Európában majdnem 10 százalékot emelkedtek. A feltörekvő gazdaságokat tömörítő index kisebb mértékben, de 3,1 százalékkal növekedett. A dollár a fejlett devizákkal szemben gyengült, így az euróhoz képest 3 százalékkal, a svájci frankhoz 5,3 százalékkal, míg az angol fonthoz képest 4,2 százalékkal gyengült. A japán jennel szemben szintén 1,7 gyengült az amerikai deviza. A fejlett piaci hosszú kötvényhozamok csökkentek, az amerikai 62 bázisponttal, a német 82 bázisponttal, míg a japán 10 éves hozam 8 bázisponttal került alacsonyabbra (3-7. ábra). A feltörekvő piaci kötvényhozamok hasonlóan csökkentek, a régió hosszú hozamai közül a lengyel és cseh 80 bázisponttal csökkent, míg a magyar 140 bázisponttal mérséklődött.

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 a következő ülésen a jelenlegi szinten maradhat, és a lazítás leghamarabb márciusban 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 harmadik negyedében az előző negyedévhez képest a gazdaság teljesítménye 0,9 százalékkal javult, és ezzel megelőző negyedévi stagnálást követően véget ért a korábbi recesszió, ugyanakkor éves alapon 0,4 százalékkal csökkent a kibocsátás. Az év harmadik negyedében a termelés oldali folyamatokat tekintve egyedül a mezőgazdaság (+3,4 százalékpont) hozzájárulása volt pozitív az éves bázisú volumenindexhez, míg az iparé (-0,9 százalékpont), az építőiparé (-0,1 százalékpont) és a szolgáltatásoké (-1,7 százalékpont) negatívan alakult. Felhasználási oldalon a magas infláció következtében csökkenő reálbérek visszavetették a háztartások fogyasztását (-1,2 százalékpont), emellett a bruttó állóeszköz-felhalmozás (-4,9 százalékpont) és a készletváltozás (-0,4 százalékpont) is mélyítették a gazdaság visszaesését. A közösségi végső fogyasztás (+1,3 százalékpont) és a nettó export (+5,0 százalékpont) viszont tompították azt.

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



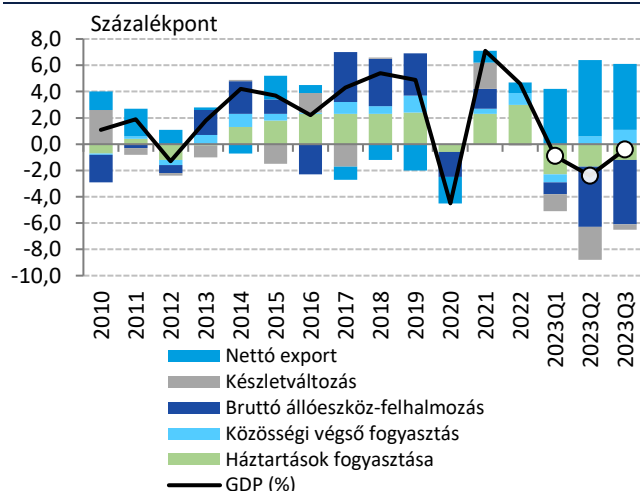
Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok.

Forrás: Eurostat

2023 harmadik negyedében az előző negyedévhez képest a gazdaság teljesítménye 0,9 százalékkal javult, és ezzel véget ért a korábbi recesszió. A bruttó hazai termék ugyanakkor éves alapon tovább csökkent, a harmadik negyedévben a nyers adatok alapján 0,4 százalékos visszaesést mértek, míg a nemzetközi összevetéshez használt szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján az előző év azonos időszakához képest 0,3 százalékkal csökkent a GDP. Az eurozóna és az Európai Unió gazdasága egyaránt stagnált éves bázison (3-8. ábra).

2023 harmadik negyedében a hazai GDP éves csökkenését termelési oldalon a mezőgazdaság teljesítménye, felhasználási oldalon a nettó export tompította. A gazdaság éves alapú visszaesését jelentősen mérsékelte termelési oldalról a mezőgazdaság – a tavalyi alacsony bázisnak is köszönhető – kiemelkedő teljesítménye. A mezőgazdaság hozzáadott értéke 88,2 százalékkal nőtt, így az ágazat 3,4 százalékponttal fékezte a gazdaság visszaesését. A felhasználási oldalon csökkent a háztartások fogyasztása (-2,7 százalékpont), és ismét jelentősen zsugorodott a bruttó állóeszköz-felhalmozás (-15,1 százalékpont) éves összevetésben a harmadik negyedévben. A készletváltozás is visszafogta a GDP alakulását (-0,4 százalékponttal), azonban az első két negyedévnél kisebb mértékben. A nettó export 5,0 százalékponttal tompította a gazdasági visszaesést, mivel az import volumene nagyobb mértékben (-8,7 százalékpont) csökkent, mint az exporté (-3,6 százalékpont).

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

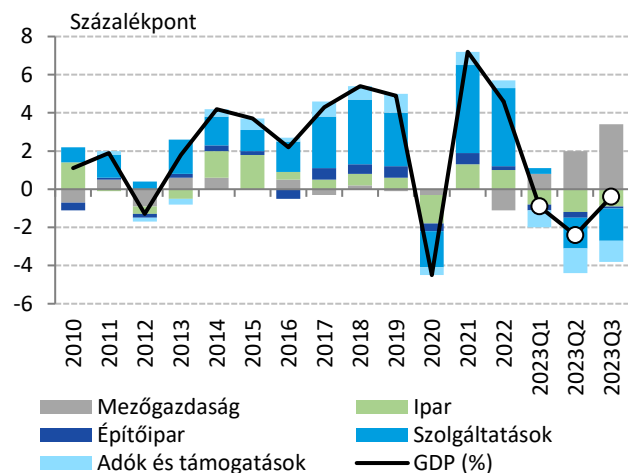


Megjegyzés: A közösségi végső fogyasztás a kormányzattól és nonprofit intézményektől kapott természetbeni társadalmi juttatásokkal együtt. A készletváltozás tartalmazza az értéktárgyak beszerzésének és eladásának egyenlegét is.

Forrás: KSH, MNB

A harmadik negyedévben a csökkenő reálbérek következtében a háztartások fogyasztási kiadásai 2,7 százalékkal mérséklődtek az előző év azonos időszakához viszonyítva. A hazai fogyasztási kiadások volumene a nem tartós termékek esetében 5,8, a féltartós termékek esetében 0,9 százalékkal, míg a tartós termékek és szolgáltatások körében 0,2, illetve 0,4 százalékkal csökkent. A közösségi fogyasztás 4,4 százalékkal, a kormányzattól kapott természetbeni társadalmi juttatások 6,4 százalékkal, a nonprofit szektortól kapott

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



Forrás: KSH

természetbeni társadalmi juttatások 8,5 százalékkal növekedtek az előző év azonos időszakához képest.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás 15,1 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 gördülőátlag a harmadik negyedévben 26,1 százalékra csökkent. A 2015-ös fix áron számolt ráta azonban 22,2 százalékra mérséklődött. **A készletváltozás növekedési hozzájárulása negatívan alakult** (-0,4 százalékpont).

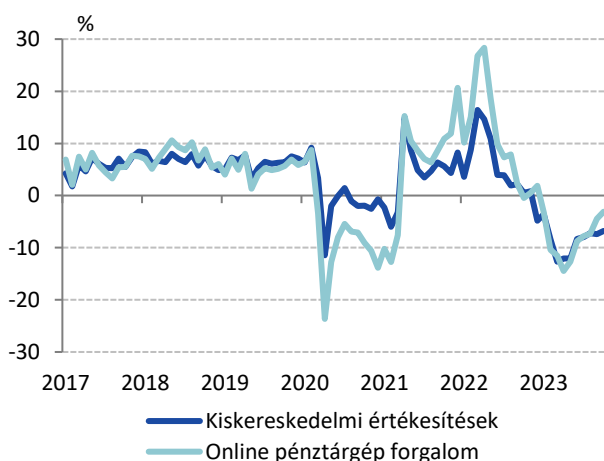
Az export (-3,6 százalék) és az import (-8,7 százalék) volumene is csökkent. Az áruexport 4,9 százalékkal csökkent, míg a szolgáltatások exportja 1,8 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. **A nettó export összességében 5,0 százalékponttal tompította GDP csökkenését a harmadik negyedévben.** (3-9. ábra).

Az ipar teljesítménye 5,4, a feldolgozóipar 4,1 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához mérten. A feldolgozóipari ágazatok közül a legnagyobb mértékben az élelmiszeripar, valamint a gumi-, műanyag- és építőanyag-ipar járult hozzá a csökkenéshez, míg a közúti járművek gyártása mérsékelte az ipar visszaesését. Az ipari teljesítmény szűküléséhez jelentősen hozzájárult az energiaipar visszaesése is. **Az építőipar kibocsátása 1,6 százalékkal csökkent** az előző év azonos időszakához képest.

A mezőgazdaság teljesítménye a tavalyi alacsony bázishoz képest 88,2 százalékkal növekedett éves alapon.

A szolgáltatások hozzáadott-értékének volumene együttesen 3,1 százalékkal csökkent. A nagy súlyú kereskedelem (-11,6 százalék) és szállítás-raktározás (-8,0 százalék) ágazatok teljesítményének volumene visszaesett. A szakmai, tudományos, műszaki tevékenység teljesítménye 6,4, a pénzügyi, biztosítási tevékenység 1,3, az ingatlanügyletek 1,0 százalékkal mérséklődött. Ugyanakkor az infokommunikáció (+2,1 százalék) és a szálláshely szolgáltatás, vendéglátás (+0,8 százalék) ágazatok hozzáadott értéke növekedett. **Az államhoz köthető szolgáltatások összességében 1,6 százalékkal bővültek.** A növekedést a humánegészségügy és szociális ellátás ágazat magyarázta, ahol 8,8 százalékos növekedést mértek. Az oktatás hozzáadott értéke 0,5 százalékkal növekedett, míg a közigazgatás, védelem; kötelező társadalombiztosítás ágazatáé 1,9 százalékkal csökkent éves összevetésben (3-10. ábra).

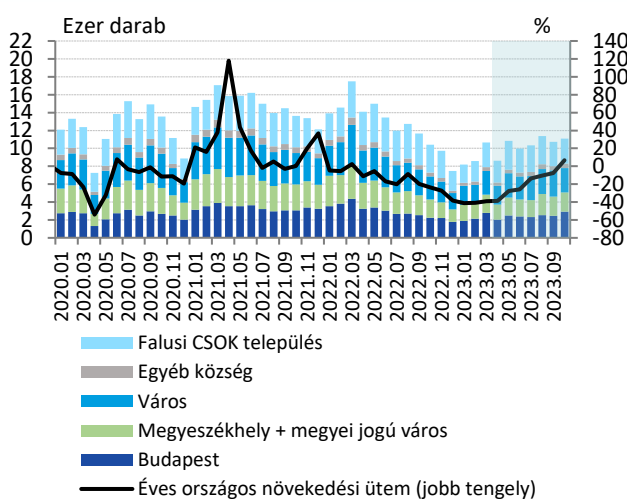
3-11. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések és az online pénztárgépek forgalmának éves változása reálértéken



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

Forrás: KSH, MNB, NAV

3-12. ábra: Lakáspiaci tranzakciók száma településtípusonként



Megjegyzés: Az ábrán kizárólag a magánszemélyek általi, 50 és 100 százalékos tulajdonszerzések szerepelnek. 2022. januártól 2023. márciusig a NAV illeték adatbázis adatai a településtípusonkénti feldolgozottsági szint becslése alapján korrigálva. A kiemelt hónapok ingatlanközvetítők tranzakciói és becslült piaci részesedése alapján.

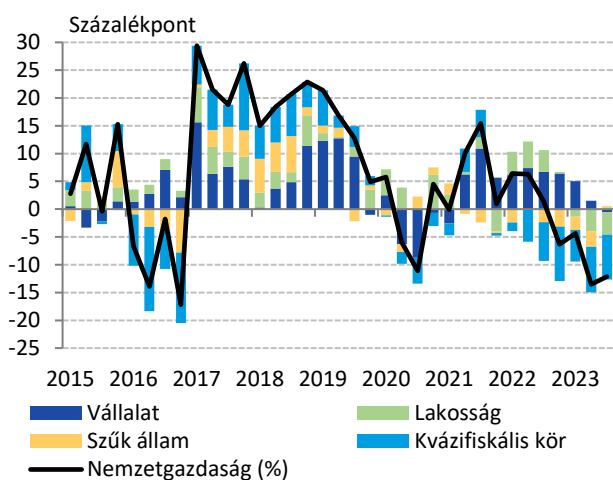
Forrás: Lakáspiaci közvetítők adatbázis, MNB, NAV

2023 harmadik negyedévében tovább mérséklődött a kiskereskedelmi forgalom éves növekedési üteme (3-11. ábra). 2023 októberében a kiskereskedelmi értékesítések volumene 6,8 százalékkal csökkent éves összevetésben a szezonálisan és naptárhatástól megtisztított adatok alapján, ezzel tíz hónapja tart a csökkenés éves bázison a kiskereskedelemben. A NAV online pénztárgépek forgalma nominálisan 6,8 százalékkal nőtt, míg az inflációval korrigált forgalom 3,1 százalékkal csökkent októberben éves összevetésben a szezonálisan és naptárhatással igazított adatok szerint. Ez az adat abban tér el a kiskereskedelmi forgalomtól, hogy tartalmazza többek között a vendéglátás, a taxiszolgáltatás és a szálláshely-szolgáltatások egy részének forgalmát is.

A harmadik negyedévben a háztartási hitelpiacon az új szerződéskötések volumene éves összevetésben csökkent, de 2024-től már a piac élénkülése várható. A teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállományának éves növekedési üteme előző negyedévhez képest 0,3 százalékponttal lassulva 2,5 százalékot ért el szeptember végén. A hitelintézetek által 2023. harmadik negyedévben szerződött lakáshitelek volumene az előző év azonos időszakától 42 százalékkal maradt el, míg a személyi hitelek kibocsátása 12 százalékkal volt magasabb. Negyedéves összevetésben a lakáshitelek volumene 11, a személyi hitelek kibocsátása 8 százalékos bővülést mutat. A harmadik negyedévben 73 milliárd forint értékben kötöttek a fiatal házaspárok babaváró hitelszerződéseket, mely érték 28 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakától. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a lakáshitelek, illetve a fogyasztási hitelek esetében a bankok nettó értelemben vett 63, illetve 22 százaléka tapasztalt keresletnövekedést. 2023 utolsó negyedévére és 2024 első negyedévére előretekintve a lakáshitelek, valamint a személyi hitelek esetében a bankok nettó értelemben vett 94, illetve 10 százaléka vár élénkülést.

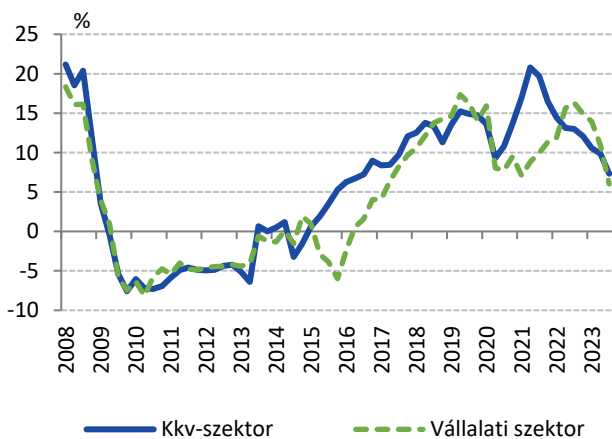
A lakáspiaci aktivitás szintje elmozdult a mélypontról, de továbbra is alacsony (3-12. ábra). 2023 harmadik negyedévében a magánszemélyek lakáspiaci tranzakcióinak száma 32,5 ezret tett ki országosan, ami 10 százalékos növekedést jelent a második negyedévi rendkívül alacsony szinthez képest, de 11 százalékkal elmarad az előző év azonos időszaki tranzakciószámától. 2023. októberben már éves alapon is enyhén, 7 százalékkal nőtt országosan a lakáspiaci adásvételszám, ezen belül Budapesten 30 százalékkal több tranzakció történt tavaly októberhez képest, ugyanakkor a piaci aktivitás szintje még mindig érdemben elmarad az elmúlt évekre jellemző szinttől. Az MNB lakásárindex alapján 2023 második

3-13. ábra: A beruházások éves változásának felbontása



Forrás: KSH, MNB

3-14. 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.

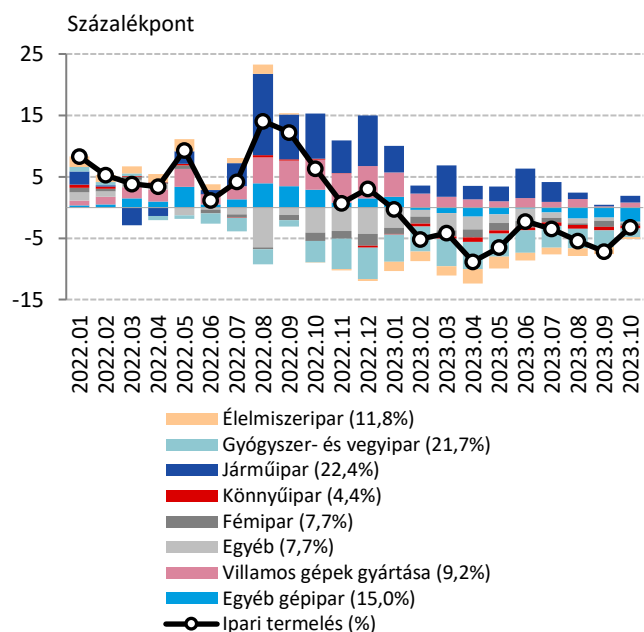
Forrás: MNB

negyedévében országosan 0,5 százalékkal, ezen belül a fővárosban 1,1 százalékkal, a községekben – három negyedéve tartó folyamatos csökkenés után – 2,5 százalékkal emelkedtek a lakásárak negyedéves alapon nominális értelemben, a vidéki városokban viszont 1,0 százalékos csökkenés volt megfigyelhető. Előzetes adatok alapján 2023 harmadik negyedévében országosan 0,4 százalékkal nőhetnek a lakásárak negyedéves alapon.

A nemzetgazdasági beruházások 2023 harmadik negyedévében 12,1 százalékkal csökkentek az előző év azonos időszakához viszonyítva. Ezzel a beruházások már második negyedéve csökkennek 10 százalékot meghaladó mértékben. A gép- és berendezésberuházások 6,8 százalékkal bővültek, míg az építési beruházások jelentősen, 21,6 százalékkal mérséklődtek éves bázison a harmadik negyedévben (3-13. ábra).

A főként külpiacon termelő ágazatok beruházásai a harmadik negyedévben is enyhén bővülni tudtak, míg a kvázifiskális és a lakossági beruházások csökkentek a legnagyobb mértékben (közel 30 százalékkal). A külpiacon termelő ágazatok beruházásai a második negyedévben 1,3 százalékkal bővültek éves bázison, ezen belül a legnagyobb súlyt képviselő feldolgozóipar beruházásai 6,3 százalékkal nőttek. Ugyanakkor a belföldre termelő és szolgáltató szektorban összességében 18,4 százalékos visszaesést regisztráltak az előző év azonos időszakához képest. Ezen belül legnagyobb mértékben a szálláshelyszolgáltatás és vendéglátás beruházásai csökkentek (-41,7 százalék). 2023 harmadik negyedévében a költségvetési szervek beruházásai 10,0 százalékkal bővültek éves bázison. A KSH közleménye szerint ugyanakkor a növekedésnek elsősorban technikai okai vannak, ugyanis számos, korábban a vállalkozásokhoz sorolt szervezet került át a költségvetési szervek kategóriába és az átsorolás a vállalkozások beruházási teljesítményét rontotta, míg a költségvetési szervek beruházásait növelte. A szűk értelemben vett állami szektor (közigazgatás, oktatás, egészségügy) beruházásai az elmúlt négy negyedév visszaesése után 3,8 százalékkal bővültek. A fejlesztések volumene a közigazgatás (+9,3 százalék) és az oktatás (+2,5 százalék) esetében nőtt, míg az egészségügy (-6,0 százalék) területén visszaesett. Az államhoz közvetetten kapcsolódó (kvázifiskális) ágazatok beruházásai 29,2 százalékkal csökkentek. Az ingatlanügyletek ágazat beruházásai jelentősen, 28,9 százalékkal csökkentek éves bázison, aminél utoljára 2013 második negyedévében (-32,8 százalék) regisztráltak nagyobb visszaesést (ld. 3.1. keretes írás, 3-19. ábra).

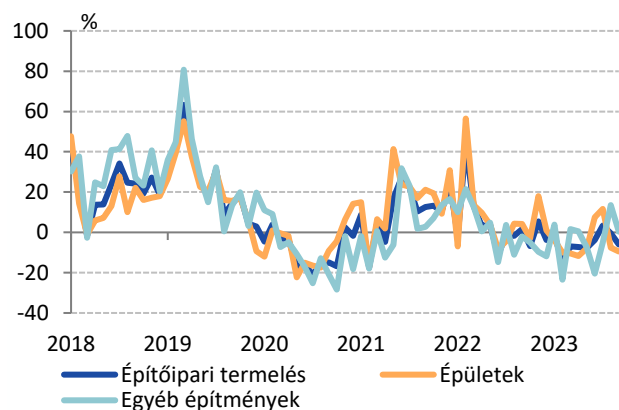
3-15. ábra: A hazai ipari termelés éves változásának ágazati felbontása



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

Forrás: KSH, MNB

3-16. ábra: Az építőipari termelés éves változása



Forrás: KSH

A vállalati hitelállomány éves növekedési üteme a nemzetközi trendekkel összhangban tovább mérséklődött, ugyanakkor az új hitelszerződések esetében jelentős a devizahitelek szerepe. A vállalati hitelállomány a teljes pénzügyi közvetítőrendszer tekintve 6,0 százalékkal növekedett 2023 harmadik negyedévében (3-14. ábra), amely 4,9 százalékpontos lassulást jelent az előző negyedév végi értékhez képest. A vállalati hitelezésen belül a kkv hitelállomány éves növekedési üteme 7,3 százalék volt a harmadik negyedév végén. Az új szerződéskötések esetében a devizahitelek – árfolyamhatással nem korrigálva – 17 százalékkal nőttek, míg a forintbitelek 17 százalékkal csökkentek 2023 első három negyedévének adatai alapján. A hitelprogramok előző félévi jelentősebb kihasználtsága miatt csökkent a támogatott hitelek részaránya az új kibocsátáson belül: 2023 első félévében – elsősorban a Baross Gábor Újraiparosítási Hitelprogramban (BGH) szerződött összegek következtében – még 46 százalékot, míg 2023 harmadik negyedévében 27 százalékot ért el. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a harmadik negyedévben a bankok összességében nem változtattak jelentősen a vállalati hitelfeltételeken. Ugyanebben az időszakban a bankok nettó értelemben vett 39 százaléka tapasztalt csökkenő keresletet a vállalati hitelek iránt, és a vállalatok mérséklődő beruházási kedve miatt mintegy kétharmaduk érzékelt mérséklődő keresletet a hosszú lejáratú hitelek iránt. A következő fél évre előre tekintve a bankok csupán nettó 6 százaléka számít tovább csökkenő vállalati hitelkeresletre, a rövid lejáratú hitelek esetében azonban már a bankok nettó 15 százaléka élénkületet vár (3-14. ábra).

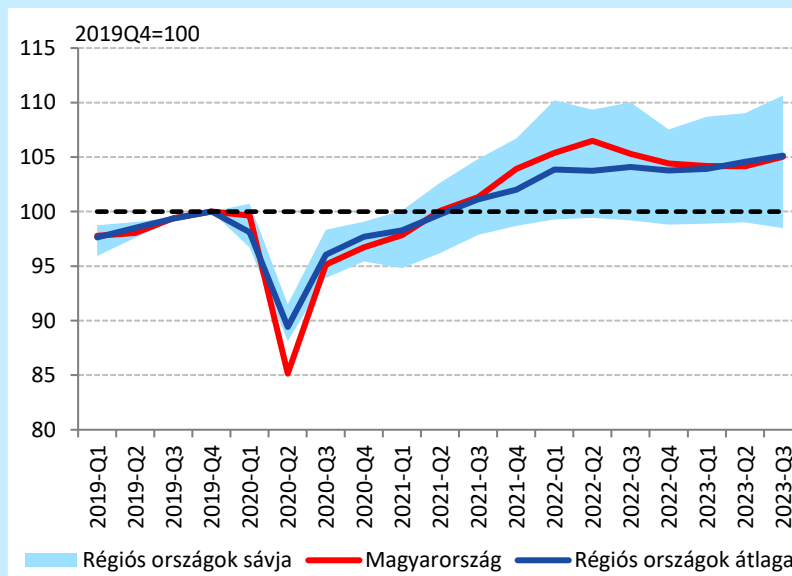
A hazai ipari termelés 5,4 százalékkal mérséklődött a harmadik negyedévben az előző év azonos időszakához képest. Az ipari alágazatok közül bővült az akkumulátorgyártás és a járműgyártás is, ugyanakkor a gyógyszer- és vegyipar, az élelmiszeripar, a könnyűipar és a fémipar teljesítménye visszaesett. A külkereskedelmi termékforgalom egyenlege jelentős többletet mutatott a harmadik negyedévben. A cserearány 10,4 százalékkal javult éves bázison a harmadik negyedévben, amihez az ásványi fűtőanyagok árának korrekciója járult hozzá leginkább (3-15. ábra).

Az építőipari kibocsátás 2023 harmadik negyedévében 1,6 százalékkal mérséklődött az előző év azonos időszakához képest. Az épületek építése 1,4 százalékkal, az egyéb építmények építése 0,4 százalékkal csökkent éves bázison (3-16. ábra).

3-1. keretes írás: A magyar gazdaság teljesítménye nemzetközi összehasonlításban

Hazánk koronavírus-járványt követő kilábalása európai és régiós összevetésben is sikeres volt, ugyanakkor relatív gazdasági teljesítményünk csökkent 2022 közepe óta. A hazai válságkezelés eredményességének köszönhetően a GDP másfél év alatt tért vissza a COVID-járvány előtti szintjéhez. 2022 első felében a növekedés szerkezete megváltozott, a fogyasztás szerepe vált hangsúlyosabbá, ami átmenetileg a régiós átlag fölé emelte a hazai GDP növekedését, de ez nem bizonyult fenntarthatónak. 2022 második felében a hazai infláció a régiós átlag fölé került, ami a költségvetési konszolidációs intézkedésekkel együtt számottevően visszafogta a belső keresletet. Mindezek következtében 2022 második felétől hazánk 3 negyedéven át tartó recesszióba került, amivel a bruttó hazai termék válságot megelőző szintjéhez mért értéke visszakerült a régiós átlag közelébe (3-17. ábra).

3-17. ábra: A bruttó hazai termék alakulása a koronavírus-válság előtti szinthez képest

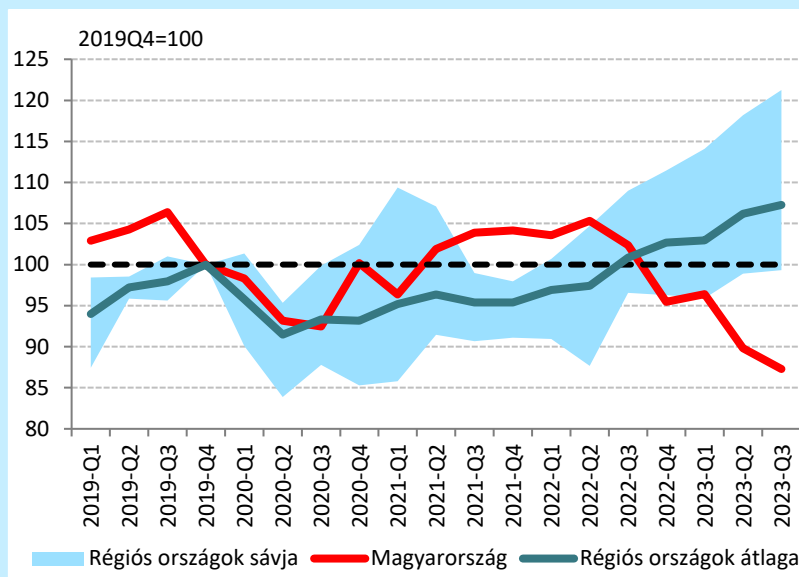


Megjegyzés: Régió Magyarország nélkül. Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok.

Forrás: Eurostat, KSH

Az elmúlt negyedévek visszafogott gazdasági teljesítményét elsősorban a beruházások (és azon belül az állami beruházások), másrészt a háztartások fogyasztásának visszaesése okozta (3-9. ábra). Magyarországon a koronavírus-járvány idején beeső beruházási szint 1-1,5 év alatt újra a válság előtti magasságba emelkedett, majd afelett maradt, ezzel a régiót is megelőzve. 2022 második negyedéve után azonban megtört a trend és egy év alatt a 2019-es negyedik negyedéves szint 105 százalékát is meghaladó volumen öt negyedév alatt 87 százalék közelébe mérséklődött. A hazai beruházási aktivitás érdemi lendületvesztését mutatja a visszafogott építőipari aktivitás és a jelentős mértékben csökkenő rendelésállomány is. Ez a folyamat ellentétes a régióban tapasztalt viszonylag fokozatos kilábalással (3-18. ábra). A bruttó állóeszköz-felhalmozás volumene 2023 harmadik negyedévében a válságot megelőző szinttől 12,7 százalékkal elmaradva hazánkban – a speciális esetnek számító Írországot figyelmen kívül hagyva – a legalacsonyabb az egész Európai Unióban.

3-18. ábra: A bruttó állóeszköz-felhalmozás alakulása a koronavírus-válság előtti szinthez képest

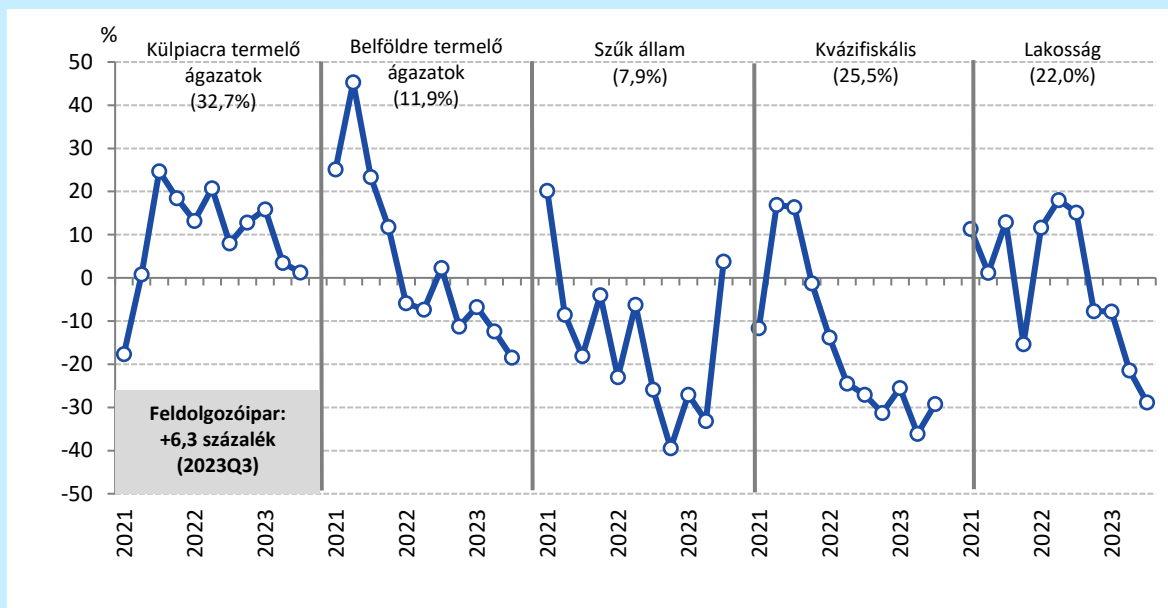


Megjegyzés: Régió Magyarország nélkül. Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok.

Forrás: Eurostat, KSH

Elsősorban az államhoz kötődő vállalatok és a lakossági beruházások közel 30 százalékos csökkenése okozza a beruházások visszaesését, míg a főként külföldi piacokra termelő szektorok beruházásai enyhén emelkedni tudtak (3-19. ábra). A szakstatisztika szerint 2023 harmadik negyedévében 12,1 százalékkal kevesebb beruházást hajtottak végre hazánkban, mint 2022 azonos időszakában. 2023 harmadik negyedévében a költségvetési szervek beruházásai 10 százalékkal bővültek éves bázison, ugyanakkor a növekedésnek elsősorban technikai okai vannak. 2023. január 1-jétől ugyanis korábban néhány állami tulajdonban lévő gazdasági társaság által ellátott feladatot központi költségvetési szerv vett át, így számos, korábban a vállalkozásokhoz sorolt szervezet került át a költségvetési szervek kategóriába. Az átsorolás a vállalkozások beruházási teljesítményét rontotta, míg a költségvetési szervek beruházásait növelte. A legnagyobb csökkenést az államhoz közvetetten kapcsolódó (kvázifiskális) ágazatok beruházásaiban mérték – részben e módszertani ok miatt –, amelyek 29,2 százalékkal csökkentek. A háztartások reálkeresetét erodáló magas infláció és az ezzel összhangban rendkívül alacsonyan tartózkodó fogyasztói bizalom következtében a lakosság is érdemben visszafogta beruházásait (-28,9 százalék). A hazai lakásállomány megújulási aránya a legalacsonyabb a régióban, és romló tendenciát mutat. Ezzel szemben a vállalatok esetében kedvezőbb kép bontakozik ki, ami szerkezetében arra utal, hogy a beruházások alakulása együtt mozog a kereslettel. Míg a jellemzően belföldre termelő ágazatok 18,4 százalékkal kevesebbet, a magasabb kereslettel szembesülő, exportszektorban tevékenykedők valamivel (1,3 százalékkal) több beruházást hajtottak végre 2023 harmadik negyedévében, mint egy évvel korábban. Azonban a fejlesztéseket inkább csoportban visszafogja a beruházási árak európai összevetésben is kiemelkedő növekedése.

3-19. ábra: Az egyes nemzetgazdasági szektorok beruházási teljesítményének éves változása

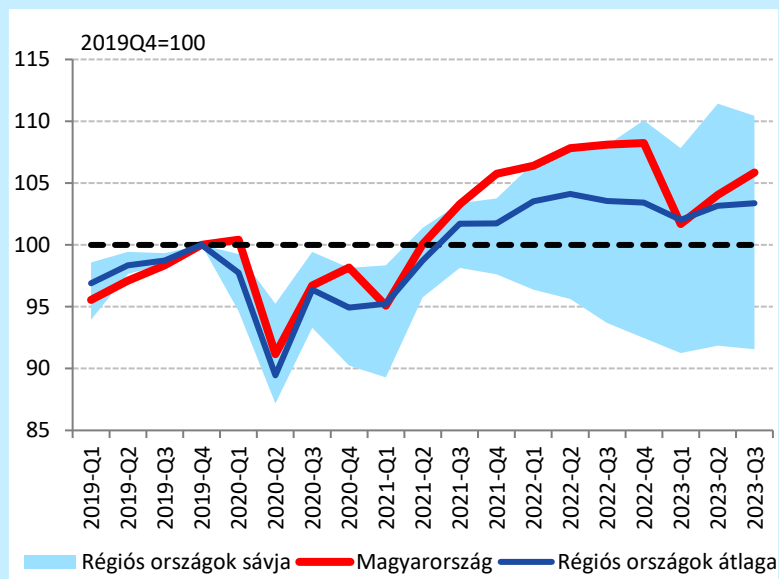


Megjegyzés: Zárójelben a teljes beruházáson belüli 2022-es súlyok szerepelnek. Külső piacra termelő ágazatok: Mezőgazdaság, Bányászat, Feldolgozóipar; Belföldre termelő ágazatok: Építőipar, Kereskedelem, Vendéglátás, Kommunikáció, Pénzügyi tevékenységek; Szűk állam: Közigazgatás, Oktatás, Egészségügy;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

Forrás: KSH, MNB

A 2022-ben átlag fölötti fogyasztás 2023 elején visszasüllyedt a régiós átlagra. A koronavírus-járvány után egészen 2022 végéig a hazai fogyasztás szintje jellemzően a régiós átlag felett, 2022 első három negyedévében a régióban a legmagasabban alakult (3-20. ábra). Ehhez a 2022 első felében a lakosság részére költségvetési forrásból juttatott számottevő többletjövedelem is hozzájárult. Az év végére azonban ezek a források felhasználásra kerültek, a magas inflációval szembesülve pedig a lakosság fokozott óvatossággal költekezett. A növekvő árszintek jelentősen visszavetették a lakosság reáljövedelmét és reálvagyonát. A reálbérek szintje a 2,5 évvel korábbi, a reálvagyon szintje a 3 évvel korábbi szintre csökkent vissza. A pénzügyi vagyonuk reálértékének helyreállítása érdekében a háztartások nagymértékben növelték megtakarításaikat, ami a háztartások fogyasztásában nagyobb visszaesést (-6,1 százalék) eredményezett 2023 első negyedévében, mint a régió más országaiban. A csökkenő (lakossági és állami) kereslet elsősorban a kiskereskedelmi forgalom, a belföldi felhasználásra termelő ipari ágazatok és az építőipar visszaesésében volt nyomon követhető. Termelési oldalról ezek hatására az ipar és az építőipar teljesítménye is a régiós átlagszint alá süllyedt, holott korábban tartósan felette alakult. Az infláció mérséklődésével a családok az év első felében tapasztaltnál kisebb mértékben foghatták vissza fogyasztási kiadásukat a harmadik negyedévben, azonban a fogyasztás szintje így is jelentősen elmaradt az egy évvel korábbtól.

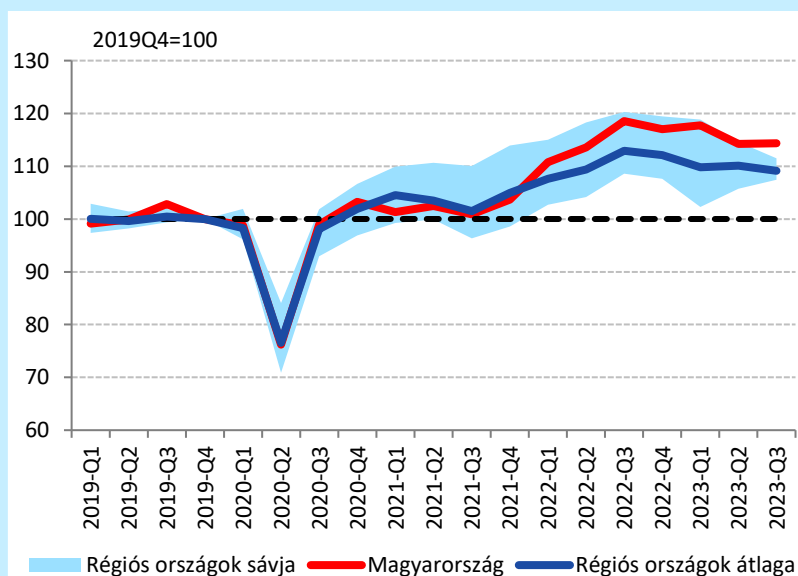
3-20. ábra: A háztartások fogyasztási kiadásainak alakulása a koronavírus-válság előtti szinthez képest



Megjegyzés: Régió Magyarország nélkül. Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok.
Forrás: Eurostat, KSH

A kivitel teljesítménye a gyenge külső konjunktúra ellenére 2022 óta meghaladja a régió átlagát, a belső kereslettel együtt mérséklődő importnak köszönhetően pedig a nettó export jelentős mértékben tompította a gazdaság visszaesését (3-21. ábra). Exportpiaci részesedésünk 2022 eleje óta jelentősen emelkedett, ami elsősorban a korábbi zöldmezős FDI beruházások következménye lehet. Előre tekintve ugyanakkor a bizalmi indexekben és termelési indikátorokban tapasztalható visszaesés, az ipari exportrendelések csökkenése, valamint a külső konjunktúrára vonatkozó várakozások egyaránt romló exportkilátásokra utalnak.

3-21. ábra: Az export alakulása a koronavírus-válság előtti szinthez képest

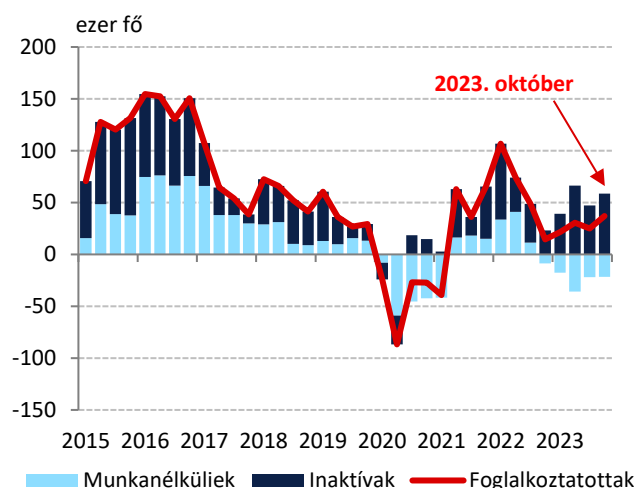


Megjegyzés: Régió Magyarország nélkül. Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok.
Forrás: Eurostat, KSH

3.3. Munkaerőpiac

A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma továbbra is historikusan magas szinten alakul. Az előző év azonos időszakához képest tovább bővülő foglalkoztatást a versenyszféra létszámbővítése eredményezte a harmadik 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 érdemben a konjunktúra lassulására. 2023 harmadik negyedévében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 15,1 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest.

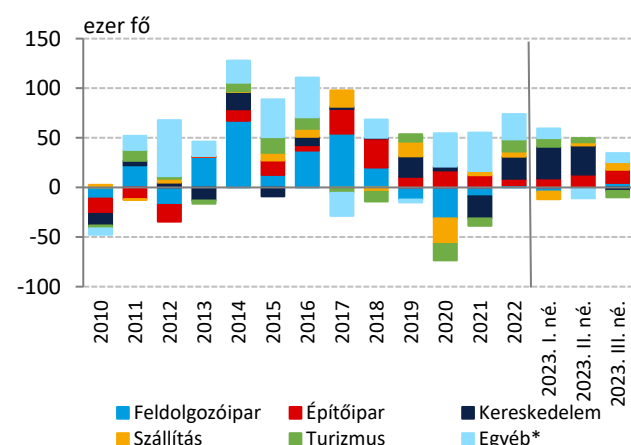
3-22. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása



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

Forrás: KSH

3-23. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása



Megjegyzés: *mezőgazdaság, egyéb ipari és piaci szolgáltató ágazatok

Forrás: KSH

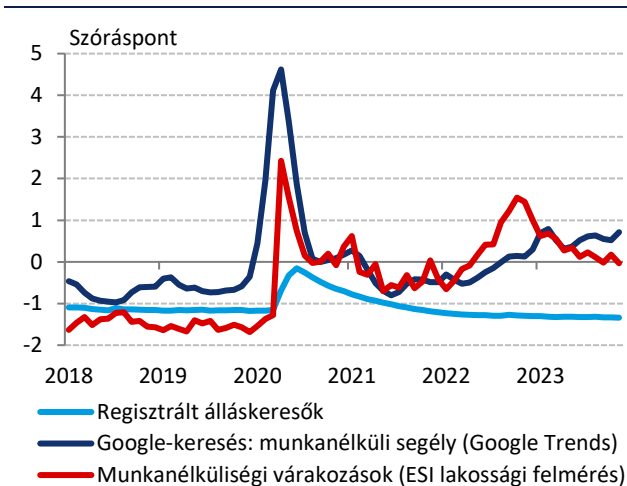
3.3.1. Foglalkoztatás és munkanélküliség

A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma továbbra is historikusan magas szinten alakult. 2023 harmadik negyedévében a 15-74 éves foglalkoztatottak átlagos létszáma 4 millió 737 ezer fő volt, így a foglalkoztatás 25 ezer fővel bővült az előző év azonos időszakához képest (3-22. ábra). A létszám bővülését részben a külföldi telephelyen foglalkoztatottak (+18 ezer fő éves alapon), részben az elsődleges munkaerőpiac (+13 ezer fő éves alapon) támogatta, a közfoglalkoztatottak száma 6 ezer fővel mérséklődött. Októberben a foglalkoztatottak száma 4 millió 757 ezer fő volt, ami 37 ezer fővel haladja meg az előző év azonos időszakának értékét. A szezonálisan igazított adatok alapján a foglalkoztatás szintje már harmadik negyedéve 4,7 millió fő felett alakul, és tavaly év vége óta lassan emelkedik. A KSH háromhavi mozgóátlagon alapuló módszertanával számított munkanélküliségi ráta 4,1 százalékon alakult 2023 júliusa és szeptembere között átlagosan. A legfrissebb októberi adatok alapján a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 4,2 százalék volt. Nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsonynak tekinthető a hazai munkanélküliségi ráta.

2023 harmadik negyedévében a foglalkoztatás bővülését főként a versenyszféra magyarázta, amely az előző év azonos időszakához képest 25 ezer fővel nőtt. A teljes munkaidő egyenértékes (TME) létszám 0,3 százalékkal nőtt 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. A mezőgazdaságban és a piaci szolgáltató szektorban (ezen belül az adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység, a pénzügyi és biztosítási tevékenység és a szállítás és raktározás területén) nőtt a létszám (3-23. ábra), míg az energiaipari ágazatokban és a turizmusban csökkenés volt tapasztalható a foglalkoztatásban. Az állami szféra ágazataiban nem változott érdemben a foglalkoztatottak száma éves alapon.

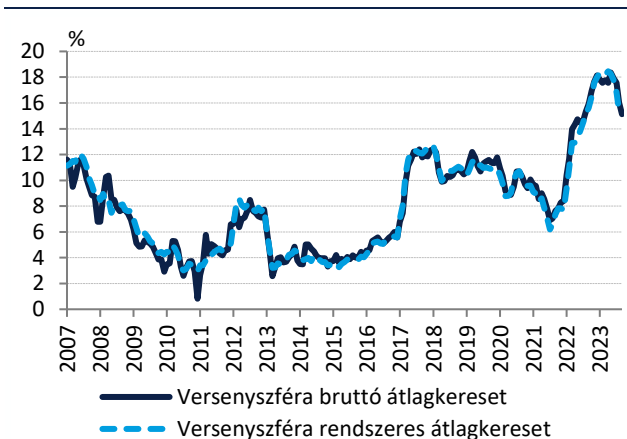
A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók egyes képet mutatnak (3-24. ábra). A regisztrált munkanélküliek száma novemberben 226 ezer fő volt. A szezonálisan igazított adatok alapján nem rajzolódik ki

3-24. ábra: A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók



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

3-25. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása



Megjegyzés: Negyedéves mozgóátlagok. Forrás: KSH

érdemi változás a 2022 tavasza óta megfigyelt értékekhez képest, és az adatok továbbra is alacsonyak európai összehasonlításban. A munkanélküli segélyre vonatkozó Google Trends indikátor a nyáron enyhén romlott, és nem mozdult el érdemben a nyári magasabb szintről az elmúlt hónapokban. Az ESI lakossági felmérése alapján a lakosság munkanélküliségtől való félelme tavaly ősz óta enyhült, de továbbra is magasabb, mint a járvány előtt.

3.3.2. Bérek

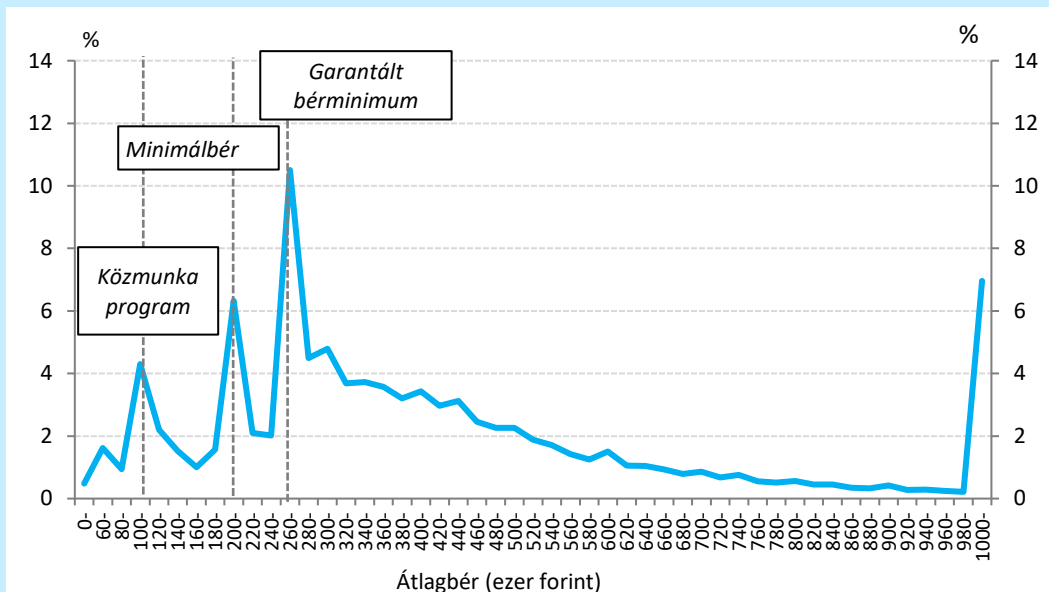
A bérezési folyamatok továbbra is erősek, azonban május óta az infláció csökkenésével párhuzamosan a bérdinamikában enyhülés tapasztalható. 2023 harmadik negyedévében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 15,1 százalékkal nőtt éves alapon (3-25. ábra). A rendszeres átlagkereset 15,2 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest, míg a prémiumkifizetések meghaladták a korábbi évek átlagát. Az átlagbérek növekedésének dinamikája a versenyszféra legtöbb ágazatában 14 százalék felett alakult a harmadik negyedévben.

A régiós országok körében a hazai nominális bérdinamika volt a legmagasabb 2023 harmadik negyedévében. A nemzetgazdasági bérnövekedés 14,8 százalék volt július és szeptember között Magyarországon. Ezzel szemben Romániában 14,1 százalékkal, Lengyelországban 10,9 százalékkal, Szlovákiában 10,4 százalékkal, míg Csehországban 7,1 százalékkal nőttek a keresetek éves alapon. A harmadik negyedévben összességében a reálbérek Csehországban és Magyarországon csökkentek, a régió többi országában nőttek, azonban 2023 szeptemberétől már hazánkban is újra pozitív a reálbér-dinamika.

3-2. keretes írás: A minimálbér-emelés gazdasági hatásai

2023. december 1-jétől a minimálbér 266.800 Ft-ra, a garantált bérminimum 326.000 Ft-ra emelkedik Magyarországon. A minimálbér esetén ez 15 százalékos, a garantált bérminimumnál 10 százalékos emelést jelent. A változás alapvetően összhangban van a korábbi előrejelzésünkben várt 10 százalék körüli bérdinamikával, ugyanis a nemzetgazdasági átlagbérek alakulását nagyobb mértékben befolyásolja a garantált bérminimum, mint a minimálbér. Ennek egyik oka, hogy közelebb esik az átlagbérhez, ezért erősebb hatást fejt ki a közepes bérszinten, a másik pedig, hogy magasabb a garantált bérminimumot keresők aránya, mint a minimálbéren foglalkoztatottaké (3-26. ábra). Számításaink szerint a munkavállalók közel 20 százaléka keres ma minimálbért vagy garantált bérminimumot, így minden ötödik munkavállalót érint közvetlenül az intézkedés.

3-26. ábra: Az átlagkeresetek eloszlása Magyarországon 2022-ben



Megjegyzés: Az adott kategóriához tartozó keresők száma a NAV járulékadatbázisában lévők számának arányában.

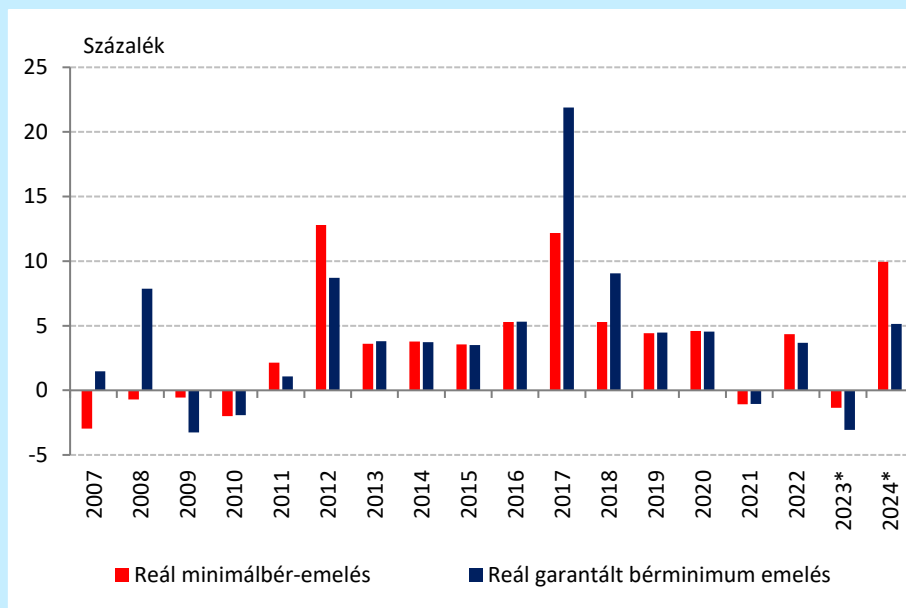
Forrás: NAV

A minimálbér és az elvart bérminimum emelése a bértorlódás jelensége miatt közvetetten a magasabb jövedelmi szinteken keresőket is érinti, mégpedig jellemzően nagyjából az átlagbérig. A szabályozott bérek felett keresők bérét azért emelik a lépés következtében a munkáltatók, hogy fenntartsák az eltérő szaktudást, tapasztalatot, készséget igénylő munkakörök közötti bérezési különbséget. Ennek hiányában a bérek összetorlódának, és bérfeszültségek alakulnának ki. Mivel a garantált bérminimum emelésének mértéke megegyezik a korábban feltételezett 10 százalékos általános bérdinamikával, ezért a jelenlegi adminisztratív béremelések a munkavállalók bérét csak kismértékben emelik korábbi várakozásunkhoz képest.

A minimálbér- és garantált bérminimum emelés a lakosságra és a vállalkozásokra közvetlenül, az államra pedig közvetve is kifejti hatását. Amennyiben a magasabb bérek növelik a háztartások rendelkezésre álló reáljövedelmét, akkor többet tudnak fogyasztásra fordítani, ami pozitív hatással van a gazdasági növekedésre. A vállalatok számára viszont költségnövekedést jelenthetnek ezek az intézkedések, amihez többféleképpen alkalmazkodhatnak. Ha a vállalatok elbocsátások nélkül ki tudják gazdálkodni a megnövekedett bérköltséget, akkor az állam számára a megnövelt minimálbér több befizetett adót jelent.

Az adminisztratív bérek emelése hozzájárul, hogy a munkavállalói bérek vásárlóereje emelkedjen 2024-ben. Jelenlegi előrejelzésünk szerint az infláció 4,0 – 5,5 százalékon alakul 2024-ben. Ez a minimálbérek esetén 9,0 – 10,6, a garantált bérminimum esetén 4,3 – 5,8 százalékos emelkedést jelent reálértéken (3-27. ábra). A minimálbér-emelés mértéke a piaci általános bérek emelkedésére is hatással van, a versenyszféra reálbérek esetében 4,3 – 6,7 százalékos lehet a növekedés 2024-ben. A reálbérek emelkedése a fogyasztás növekedésének alapvető feltétele, amely maga után vonja a belföldre termelő vállalatok ipari termelésének és később a beruházásainak fellendülését is.

3-27. ábra: A minimálbér és a garantált bérminimum emelés reálértéken



Megjegyzés: *MNB-előrejelzés a sávközép alapján.

Forrás: KSH, MNB

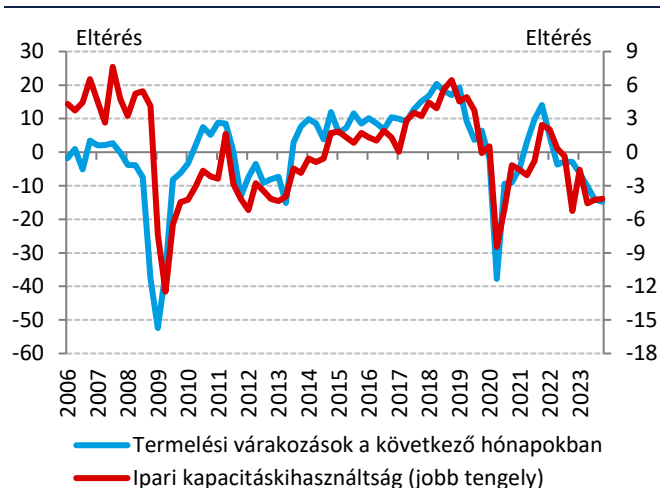
A vállalatok megnövekedett költségeikhez való alkalmazkodásának jellegét befolyásolja a vállalat jövedelmezősége és a gazdaság aktuális ciklikus helyzete is. A vállalati profitok az elmúlt negyedévekben jelentősen emelkedtek, így a legtöbb vállalat jövedelmezősége megfelelő fedezetet nyújt a béremelésekhez. Középtávon azonban a bérek emelésének legfontosabb feltétele a termelékenység növelése.

A minimálbér-emelésnek gazdaságfehérítő hatása is lehet. Hazánkban egyes ágazatokban magas a minimálbérré bejelentett dolgozók aránya (például a vendéglátásban és az építőiparban 25 százalék körül van), azonban sokan közülük a valóságban ennél többet kereshetnek. A munkaadó azzal, hogy alkalmazottait csupán minimálbérré jelenti be, minimalizálja a megfizetendő közterheit, mivel a tényleges bér egy részét közvetlenül zsebbe fizeti, és nem fizet utána adót. Ez a gyakorlat ugyanakkor kedvezőtlen a költségvetés, a fair versenyt követők és az alkalmazottak számára is (utóbbiaknak több okból, például az alacsonyabb nyugdíjjogosultság és anyasági támogatások miatt). A minimálbér emelésével így növelhető a közteherviselésbe bevont keresetek aránya, tehát fehérebb lesz a gazdaság. Ugyanakkor egy ponton túl a túlságosan magas minimálbér ennek az ellenkezőjéhez is vezethet, amennyiben a munkaadó úgy dönt, hogy amellett már inkább feketén alkalmazza a dolgozót.

3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

A recesszió véget ért. A 2023. második negyedévi stagnálást követően a hazai gazdaság teljesítménye 0,9 százalékkal javult 2023 harmadik negyedévében az előző negyedévhez képest. A növekedés ellenére azonban a bruttó hazai termék 0,4 százalékkal elmaradt az egy évvel korábbi szintjétől. Az elmúlt negyedévek visszafogott gazdasági teljesítményéhez legnagyobb mértékben az ipar és a piaci szolgáltatások járultak hozzá. Ezzel párhuzamosan a gazdaság ciklikus pozíciója deflációs hatású. A feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága és termelési várakozásai továbbra is elmaradnak a historikus átlagtól. Az ipari termelés volumene éves alapon csökkent az első kilenc hónapban, a következő hónapokra vonatkozó termelési várakozások romlottak.

3-28. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban



Megjegyzés: Historikus átlagtól vett eltérés.

Forrás: ESI alapján MNB

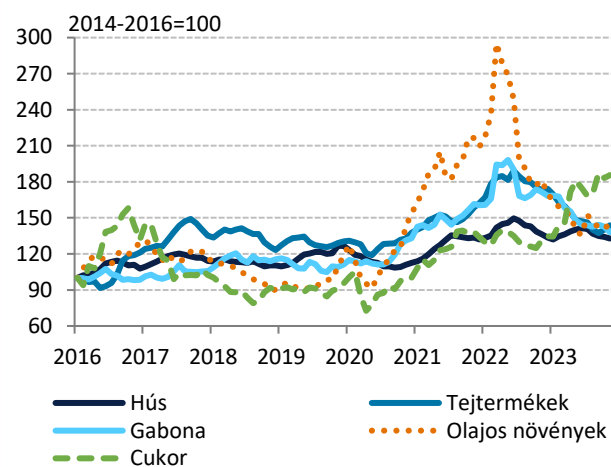
Becslésünk szerint a gazdaság ciklikus pozíciója 2022 vége óta negatív előjelű és így deflációs hatású. A tavalyi év első felében a gazdaság ciklikus pozíciója pozitív volt az élénk kereslet és az ellátási láncokban meglévő súrlódások hatására. Ezek a hatások inflatorikus hatású ciklikus pozíciót eredményeztek. 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 deflációs hatásokat eredményezett.

A kérdőíves felmérések alapján a feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága érdemben nem változott az elmúlt hónapokban, és továbbra is jelentősen a historikus átlag alatt alakult (3-28. ábra). A következő hónapokra vonatkozó termelési várakozások tovább romlottak, még inkább elmaradva a historikus átlagtól.

3.5. Költségek és infláció

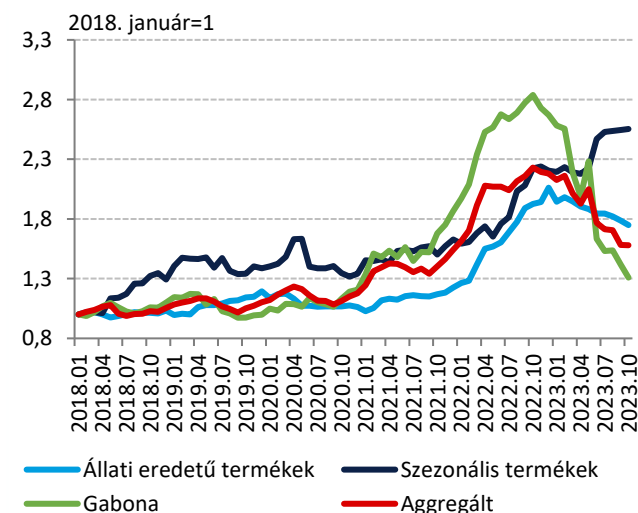
2023 őszi hónapjaiban gyors ütemben folytatódott a hazai infláció csökkenése, novemberben éves összevetésben 7,9 százalékkal emelkedtek a fogyasztói árak. Az infláció lassulása továbbra is széles körben érzékelhető, amit a fegyelmezett monetáris politika, a kormányzat versenyt erősítő lépései, a visszafogott keresleti környezet, a bázishatások és az elmúlt évinél érdemben alacsonyabb külső költségkörnyezet együttes hatása okoz. A maginfláció és az indirekt adóktól szűrt maginfláció egyaránt egyszámjegyű tartományba csökkent, 9,1 százalékra mérséklődött. Az infláció és a maginfláció esetében is az előző hónaphoz viszonyított árváltozás mértéke az év ezen időszakára jellemző historikus átlagnak megfelelően alakult. Az inflációs alapfolyamatok folytatódó lassulását jelzi, hogy a maginfláció rövidebb bázisú, háromhavi összevetésben 3 százalék alá csökkent.

3-29. ábra: A világgpiaci élelmiszerárak alakulása



Forrás: FAO

3-30. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján

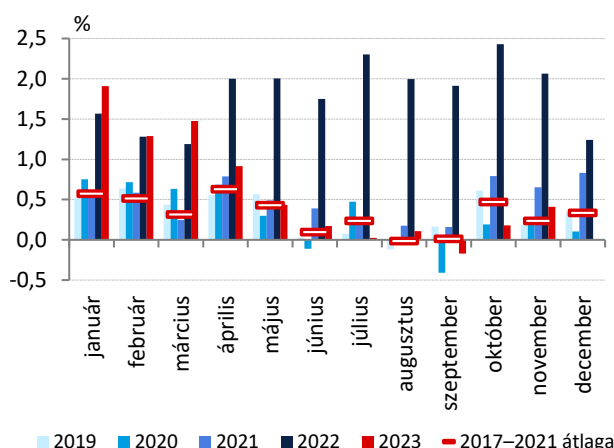
Forrás: KSH

3.5.1. Termelői árak

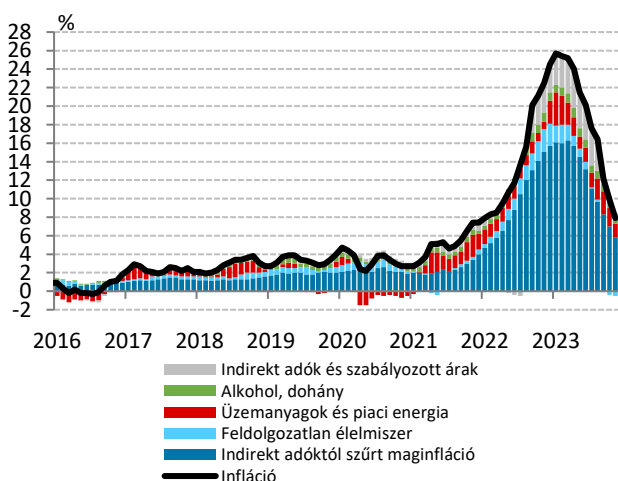
Novemberben folytatódott a világgpiaci élelmiszerárak mérséklődése. Kivételt képez, hogy az őszi hónapok során a cukor ára emelkedett, így árszintje a világgpiaci kínálatot övező bizonytalanságok következtében 2011. szeptembere óta nem látott csúcsra emelkedett. A tejtermékek ára enyhén emelkedett, míg a húsoké, a gabonaké és az olajos növényeké csökkent a nyár végi árszinthez képest. Az aggregált világgpiaci élelmiszerárindex 2022. novemberére óta csökkenő pályán van, novemberben éves alapon 10,7 százalékkal mérséklődtek az élelmiszer alapanyag árak (3-29. ábra).

A hazai mezőgazdasági termelői árak dinamikája folytatta május óta tartó mérséklődését, így az árak októberben 29,2 százalékkal csökkentek éves alapon. A résztételek közül októberben egyedül a szezonális termékek termelői árindexe emelkedett, éves bázison 14,9 százalékkal. Az állati eredetű termékek árszintje február óta folyamatos mérséklődést mutat, így októberben éves alapon 9,3 százalékkal csökkent a termékek árindexe. A gabona termelői árszintjében a tavaly októberi csúcsot követően a májusi értékétől eltekintve folyamatos korrekciót látunk, így az előző év azonos időszakához mérten októberben 53,9 százalékkal csökkentek a termelői gabona árak (3-30. ábra).

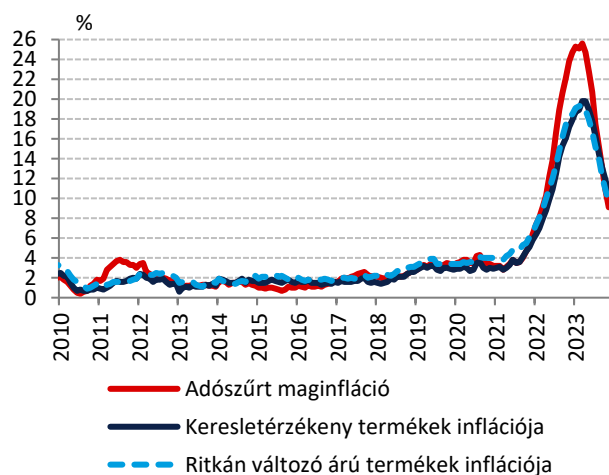
A feldolgozóipari termékek termelői ára éves bázison 0,7 százalékkal lett alacsonyabb 2023. októberben. A teljes ipar belföldi értékesítési árainak éves változása 1 százalék alá csökkent. Az energiaipar belföldi értékesítésre vonatkozó termelői árai tavaly szeptemberhez viszonyítva – részben a hatósági ár szabályozásának módosításai következtében – 15,4 százalékkal emelkedtek szeptemberben. Ezt követően októberben a hatósági ár szabályozási módosításának bázisból való kiesésével 0,4 százalékkal nőttek éves alapon. Az élelmiszeripari termelői árak az előző év azonos időszakához képest nem változtak érdemben októberben. Az éves növekedési dinamika az élelmiszeriparban, a feldolgozóiparban és az energiaiparban egyaránt lassult.

3-31. ábra: A fogyasztói árak havi árváltozásának alakulása üzemanyagok és szabályozott árak nélkül


Megjegyzés: Adószűrt, szezonálisan nem igazított havi változás.
 Forrás: KSH adatok

3-32. ábra: Az infláció dekompozíciója


Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3-33. ábra: Az inflációs alapmutatók


Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3.5.2. Fogyasztói árak

Éves összevetésben novemberben 7,9 százalékkal emelkedtek a fogyasztói árak. Az üzemanyagok és szabályozott árak nélkül számított kosár ára az előző hónaphoz képest 0,4 százalékkal nőtt (3-31. ábra). Az alapfolyamatokat jobban tükröző, a feldolgozott élelmiszerek nélkül számított, havi bázisú maginfláció szintén 0,4 százalékkal emelkedett. Az infláció 2,0 százalékponttal lassult az előző hónaphoz képest. Az infláció lassulása továbbra is széles körben érzékelhető, amit a fegyelmezett monetáris politika, a kormányzat versenyt erősítő lépései, a visszafogott keresleti környezet, a bázishatások és az elmúlt évinél érdemben alacsonyabb külső költségkörnyezet együttes hatása okoz. A dezinfláció általános volt, amihez az élelmiszerek (-0,6 százalékpont), az üzemanyagok (-0,4 százalékpont) és az ipari termékek (-0,4 százalékpont) egyaránt érdemben hozzájárultak (3-32. ábra).

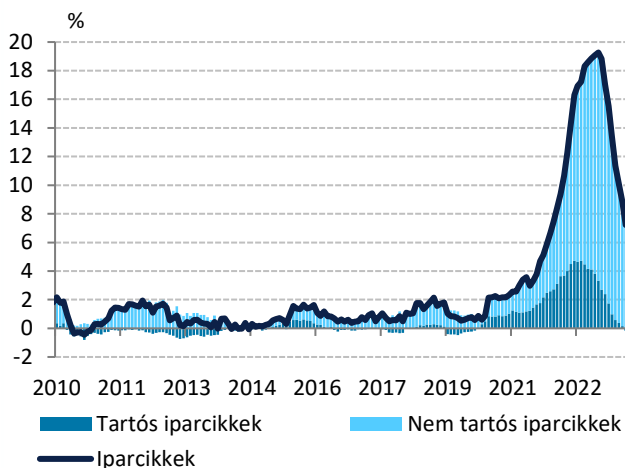
A maginfláció és az indirekt adóktól szűrt maginfláció egyaránt egyszámjegyű tartományba csökkent, 9,1 százalékra mérséklődött. Az éves bázisú maginfláció 1,8 százalékponttal csökkent az előző hónaphoz képest. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink szintén mérséklődtek novemberben (3-33. ábra). Az inflációs alapfolyamatok folytatódó lassulását jelzi, hogy a maginfláció rövidebb bázisú, háromhavi összevetésben novemberben is 3 százalék alatt alakult. Az infláció és a maginfláció esetében is az előző hónaphoz viszonyított árváltozás mértéke az év ezen időszakára jellemző historikus átlagnak megfelelően alakult.

Az iparcikkek éves inflációja 7,2 százalékra csökkent novemberben (3-34. ábra). A termékkörön belül folytatódott mind a tartós, mind a nem tartós iparcikkek inflációjának mérséklődése, így novemberben a tartós termékek árdinamikája -0,4 százalékra, a nem tartós termékeké pedig 10,9 százalékra mérséklődött. A termékcsoport árai nem változtak az előző hónaphoz képest (3-35. ábra).

A piaci szolgáltatások inflációja novemberben 13,5 százalékra csökkent. A szolgáltatások körében novemberben havi alapon 0,7 százalékos átárzás valósult meg (3-36. ábra).

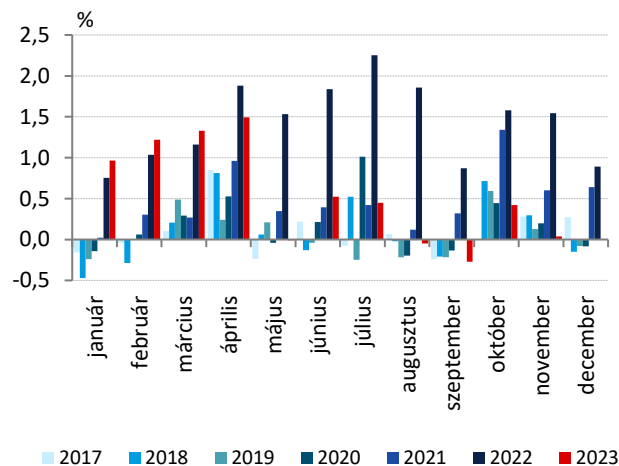
Az alkohol- és a dohánytermékek ára az elmúlt hónapokban továbbra is kétszámjegyű növekedést mutatott, novemberben a termékkör inflációja 10,6 százalékra mérséklődött. A termékkör ára októberhez képest képest érdemben nem változott.

3-34. ábra: Az iparcikkek árváltozása



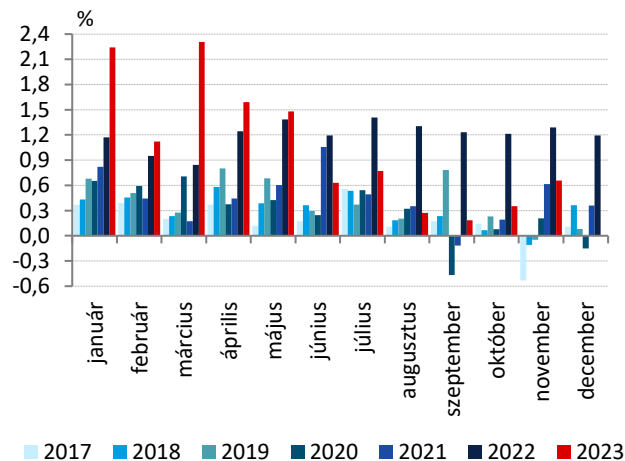
Megjegyzés: Éves változás, indirekt adók hatásától szűrt adatok.
 Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3-35. ábra: Az iparcikkek havi árváltozásának alakulása



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

3-36. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása



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

Az élelmiszerek éves inflációjának lassulása folytatódott, így novemberben a KSH adatközlése szerint 7,1 százalék volt. A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja 2,4 százalékra, a feldolgozott élelmiszerek inflációja pedig 3,6 százalékra csökkent, így mindkét termékcsoporthoz árándex számottevően mérséklődött. A feldolgozatlan élelmiszerek inflációjának csökkenését elsősorban a baromfihús és a tojás, a feldolgozott élelmiszerek éves árdinamikájának lassulását pedig főként a tej és tejtermékek árának mérséklődése magyarázta. Októberhez képest a feldolgozatlan élelmiszerek árai 1,8 százalékkal, a feldolgozott élelmiszerek árai pedig 0,3 százalékkal emelkedtek.

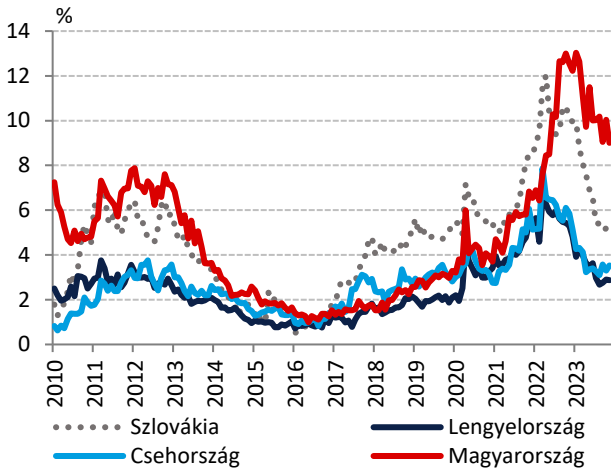
Az üzemanyagok árdinamikája 25,4 százalékon alakult. Havi alapon a termékcsoporthoz árá 3,6 százalékkal csökkent novemberben, amit elsősorban az árretek mérséklődése magyarázott.

Októberben a tényadatok mind a teljes infláció, mind a maginfláció esetében a szeptemberi Inflációs jelentés előrejelzési sávjának kedvezőbb, alsó felében alakultak. Novemberben az infláció összességében alacsonyabb lett a szeptemberi Inflációs jelentés előrejelzésénél, amit elsősorban a volatilis áralakulású üzemanyagárak csökkenése magyarázott.

3.5.3. Inflációs várakozások

Hazánkban a lakosság inflációs várakozásai június óta nem változtak érdemben. A régiós országokban sem változtak érdemben 2023 harmadik negyedévéhez képest októberben és novemberben az inflációs várakozások (3-37. ábra).

3-37. ábra: Inflációs várakozások a régióban



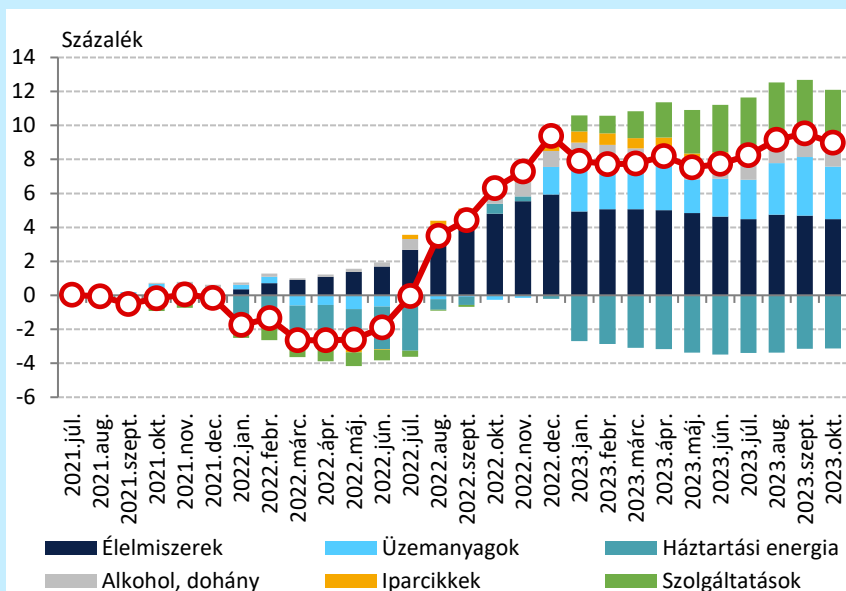
Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

3-3. keretes írás: Az élelmiszerárak alakulása

A KSH termékbesorolása alapján az élelmiszerek a teljes fogyasztói kosár közel 29 százalékát adják, így áruk alakulása számottevő hatást gyakorol az inflációs folyamatokra. Emellett az élelmiszerek a háztartások által leggyakrabban vásárolt termékek körébe tartoznak, így a lakosság szubjektív inflációs érzékelését és ezen keresztül inflációs várakozásait is befolyásolják. Keretes írásunkban bemutatjuk az élelmiszerek árdinamikájának elmúlt időszaki alakulását.

Az élelmiszerek árának alakulása érdemben befolyásolta a hazai inflációs folyamatokat és jelentős mértékben hozzájárultak a régió többi országához képesti magasabb árdinamika kialakulásához. A visegrádi országokkal szemben tavaly év végére kialakult 2021 közepéhez képesti áremelkedési különbözetünk közel kétharmadát az élelmiszerek okozták (3-38. ábra). Az áremelkedés következtében a termékcsoport árszintje 2023. októberére az uniós átlag 96 százalékára emelkedett (lásd 1-12. ábra a 1-2. keretes írásban).

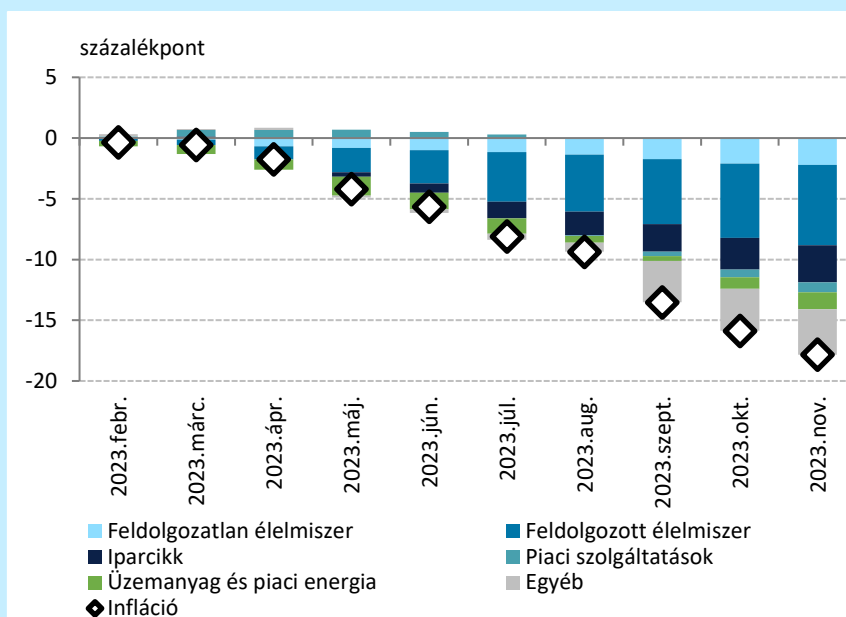
3-38. ábra: A hazai árszínvonal-emelkedés visegrádi országokkal szembeni többletének dekompozíciója 2021. június óta



Megjegyzés: HICP adatok alapján. Forrás: Eurostat

Az élelmiszerek árdinamikájának alakulása jelentős mértékben hozzájárult az idei év elején kezdődő dezinflációhoz is. Az infláció 2023. január és november közötti 17,8 százalékpontos csökkenéséből 6,6 százalékpontot a feldolgozott élelmiszerek, míg további 2,2 százalékpontot a feldolgozatlan élelmiszerek magyaráztak (3-39. ábra). Így az infláció év eleji tetőzését követő dezinflációjának közel fele az élelmiszerekhez kapcsolódik.

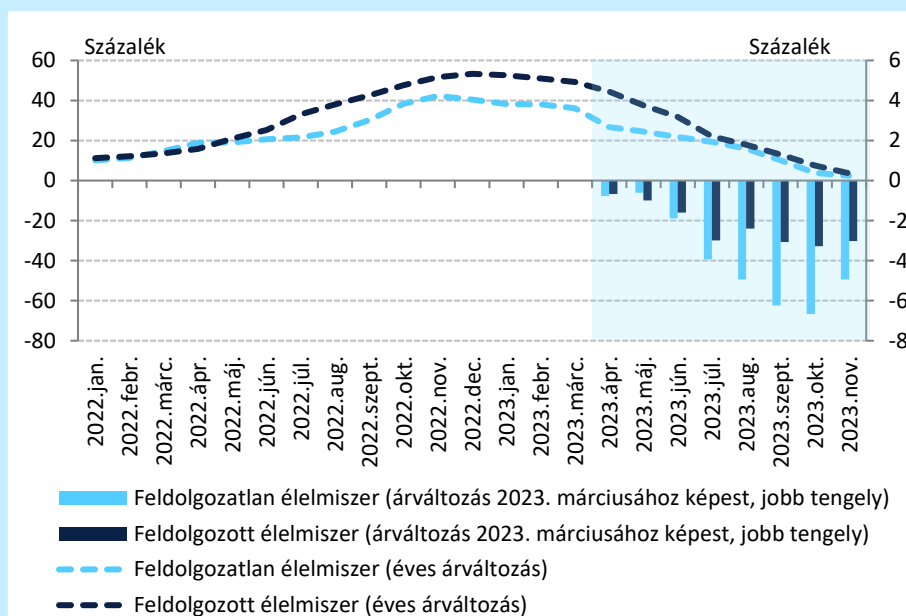
3-39. ábra: Az infláció csökkenésének dekompozíciója 2023. január óta



Forrás: KSH

Az élelmiszerek esetében nemcsak az éves bázisú áremelkedés dinamikája, hanem az árszint is csökkent az elmúlt hónapokban. Március és október között a feldolgozatlan élelmiszerek előző hónaphoz viszonyított ára minden hónapban, míg a feldolgozott élelmiszereké augusztus kivételével minden hónapban csökkent. Ennek következtében novemberre a feldolgozatlan élelmiszerek ára 4,9, míg a feldolgozott élelmiszereké 3,0 százalékkal csökkent márciusához képest (3-40. ábra). Az árak mérséklődéséhez a világszintű élelmiszeralapanyag-árak 2022 tavasza óta tartó csökkenése (3-29. ábra), a tavalyi évnél alacsonyabb energiaárak, a fegyelmezett monetáris politika, a kormányzat versenyt erősítő lépései és a visszafogott keresleti környezet is hozzájárultak.

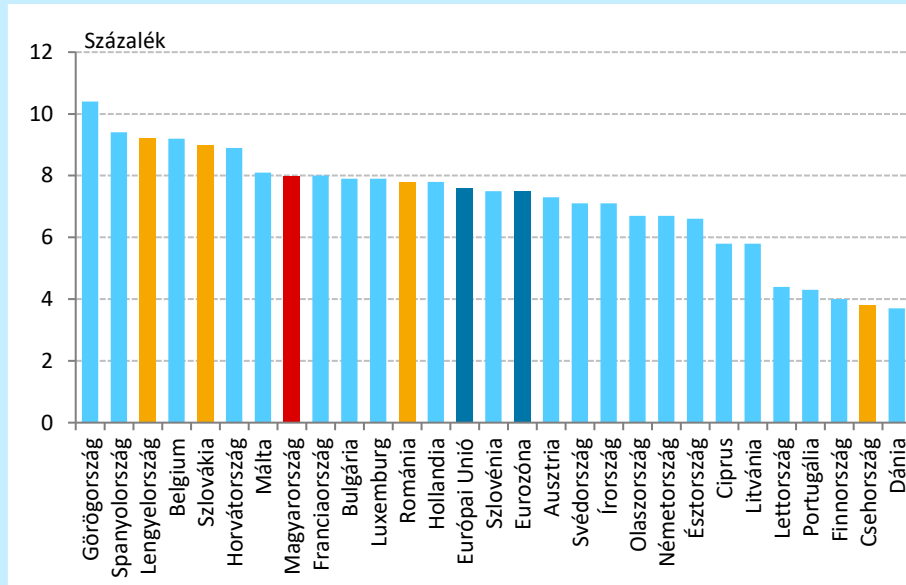
3-40. ábra: A feldolgozott és feldolgozatlan élelmiszerek inflációjának alakulása



Forrás: KSH

Az élelmiszerek többi termékénél és szolgáltatásánál gyorsabb dezinflációja következtében a fő termékcsoportok közül elsőként az élelmiszerek árdinamikája mérséklődött a régiós átlag szintjére. Októberben az Eurostat módszertana szerinti élelmiszerinfláció 8 százalék volt hazánkban, ami a kelet-közép-európai régió 7,5 és az Európai Unió 7,6 százalékos átlagától sem tér el érdemben (3-41. ábra).

3-41. ábra: Élelmiszerinfláció az Európai Unió országában (2023. október)

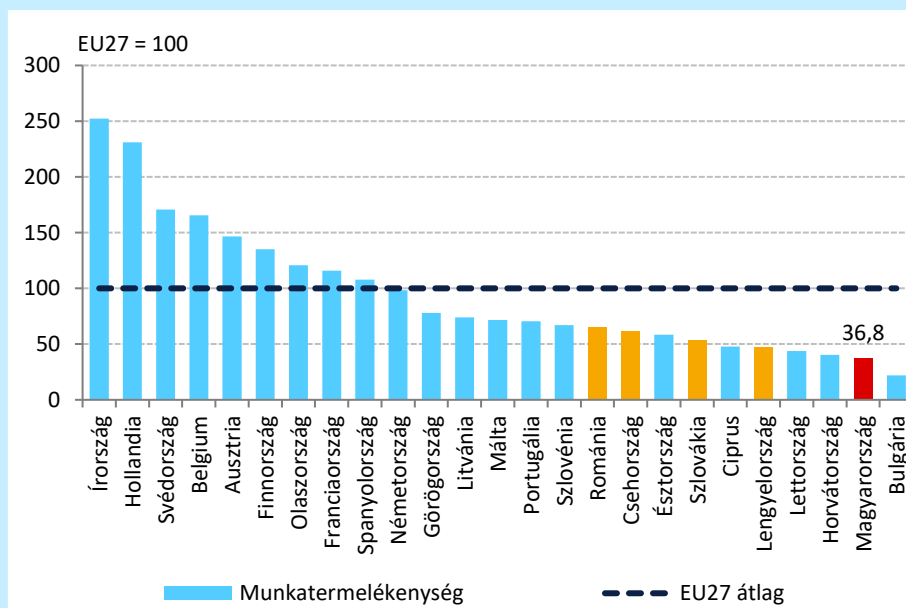


Megjegyzés: HICP adatok alapján.

Forrás: Eurostat

Bár a költségsokkok kifizetésével a magyar élelmiszerinfláció újra a régiós és uniós tendenciákkal azonos képet mutat, az elmúlt két év tapasztalatai megmutatták, hogy a hazai élelmiszerárak érzékenyebben reagálnak a nemzetközi költségsokkokra, mint a térség vagy az uniós többi országa. Az élelmiszeripari vállalatok nagyobb költségérzékenységét a historikus adatok is bizonyítják. Az elmúlt több, mint két évtized tapasztalatai alapján megállapítható, hogy a magyar élelmiszerek termelői és fogyasztói árai is az uniós átlaghoz képest több, mint kétszer olyan erősen reagálnak azokra a nemzetközi költségsokkokra, amelyek egész Európát érintik. A nagyobb költségérzékenység egyik oka a magyar élelmiszeripar alacsony termelékenysége, ami a második legalacsonyabb az Európai Unió országai között (3-42. ábra). Ezért az élelmiszeripar versenyképességének és termelékenységének növelése kiemelkedően fontos az ágazat költségérzékenységének és ebből fakadóan az élelmiszerek inflációra gyakorolt hatásának mérséklése szempontjából.

3-42. ábra: Élelmiszeripar munkatermelékenysége (2021)



Megjegyzés: Nemzeti számlás adatok alapján számított egy foglalkoztatottra jutó bruttó hozzáadott érték.

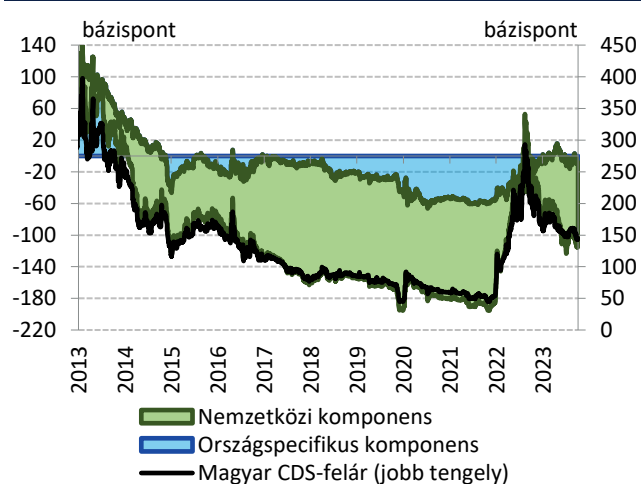
Forrás: Eurostat

4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

A fejlett és feltörekvő pénz- és tőkepiaci hangulat az elmúlt negyedév során összességében javult. Október elején a gázai konfliktus ugyan átmenetileg növelte a befektetői kockázatkerülést, de a diplomáciai erőfeszítéseket és a tűzszünet életbelépését a piacok kedvezően fogadták. A javuló befektetői kockázatvállalási kedvhez hozzájárult az amerikai kormányzati leállás elkerülése és a korábban vártnál jobban mérséklődő amerikai és európai infláció is. A javuló globális befektetői hangulat hatására a hazai bankközi és állampapír hozamok is érdemben mérséklődtek, amit az inflációs fordulat, a monetáris politika normalizációja, valamint az ország kockázati felárának mérséklődése is támogatott. A forint az időszak során tovább erősödött az euróval szemben, így összességében 3,6 százalékkal erősödött az euróhoz képest, ami elmaradt a lengyel zloty 6,7 százalékos felértékelődésétől, ugyanakkor meghaladta a cseh korona és román lej minimális erősödését.

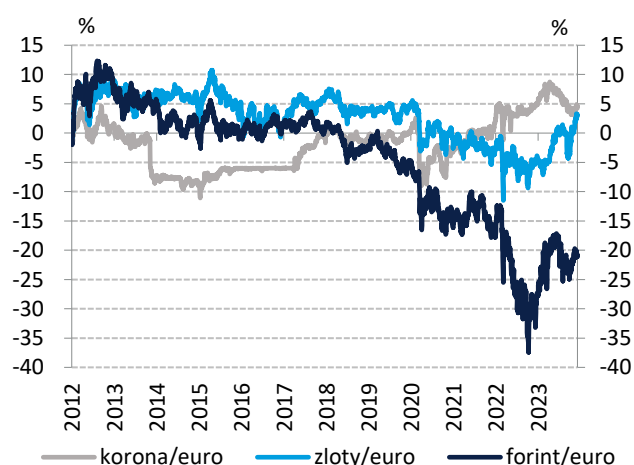
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



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 tovább csökkent az időszakban. Az időszak elején még enyhe emelkedés történt a gázai konfliktus hatására, később azonban megnyugvás volt tapasztalható, így az időszak összességében 12 bázisponttal, 145 bázisponttra csökkent a felár (4-1. ábra). Az országspecifikus tényezők kismértékben csökkentették a CDS felarat, a csökkenés jelentős részét ugyanakkor a nemzetközi tényezők okozták.

4.1.2. Devizapiaci folyamatok

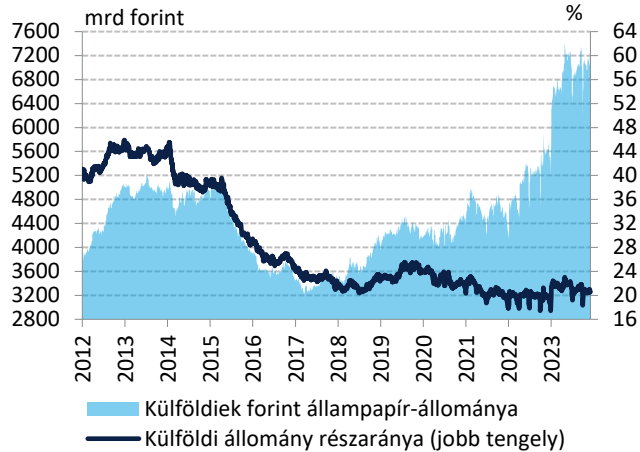
A forint az időszak során fokozatosan erősödött az euróval szemben, és összességében 3,6 százalékkal értékelődött fel az időszak végére. A régióban a lengyel zloty 6,7 százalékkal erősödött, míg a cseh korona és román lej nem változott számottevően az időszak során (4-2. ábra). A régiós devizák árfolyamát a globális kockázatvállalási hajlandóság, a fejlett és régiós jegybankok monetáris politikai lépései, valamint a beérkező makroadatok befolyásolták. A dollárral szemben minden régiós deviza erősödött az elmúlt időszakban.

4.1.3. Állampapírpiac és hozamalakulás

Tovább emelkedett a külföldiek forint állampapír állománya az elmúlt negyedévben (4-3. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állománya az elmúlt időszak során 469 milliárd forinttal, 7040 milliárd forintra nőtt. A forint állampapírokon belüli tulajdoni részarány szintén emelkedett, így 20,5 százalék körül alakul.

Az időszak során az államkötvény aukciók nagy részén a meghirdetettnél nagyobb mennyiségben fogadott el ajánlatokat az ÁKK, mivel összességében több mint ötszörös kereslet mutatkozott az aukciókon. Az aukciós átlaghozamok a másodpiaci hozamszintekkel összhangban mérséklődtek. A 3 hónapos DKJ aukción 70 bázisponttal, míg a tízéves aukción 94 bázisponttal csökkentek az aukciós átlaghozamok.

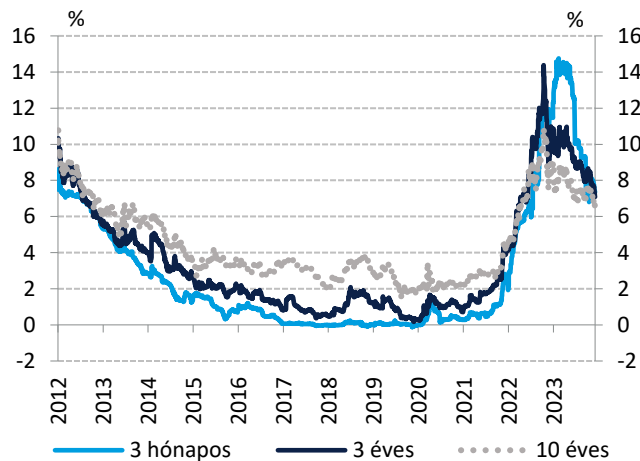
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



Megjegyzés: Az ábra a diszkontkincstárjegyek és államkötvények állományát mutatja.

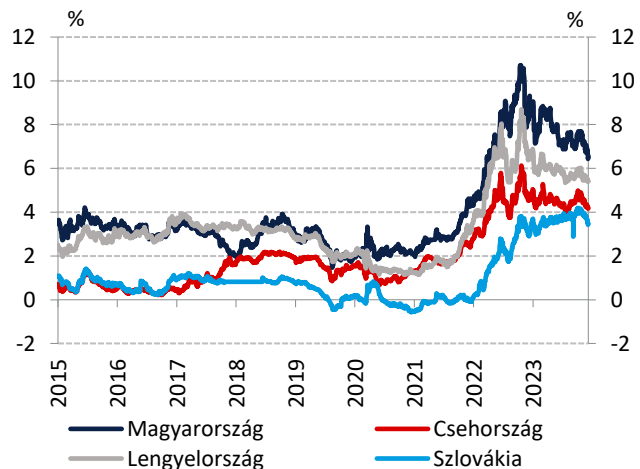
Forrás: MNB

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



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

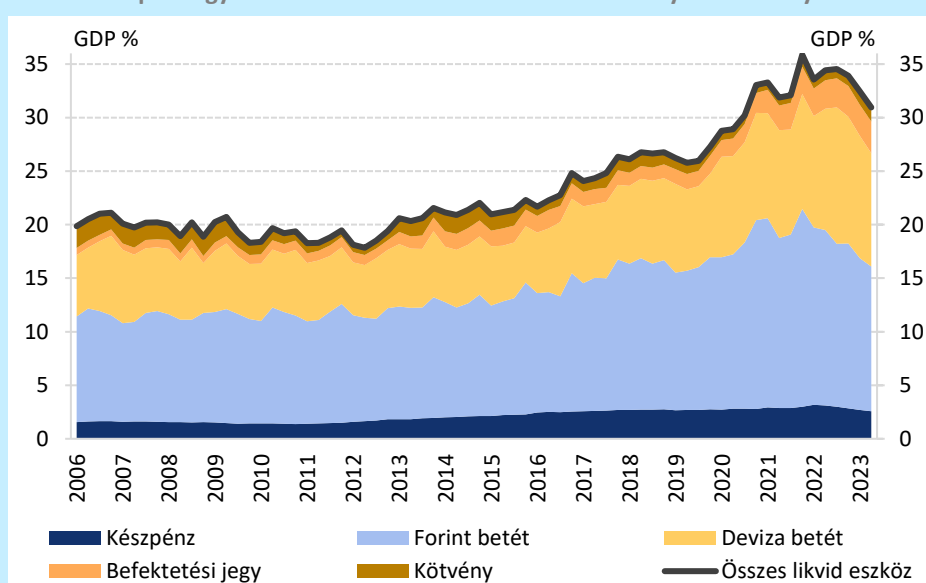
Az állampapír-piaci hozamgörbe rövid-, középső- és hosszú szakaszán egyaránt mérséklődtek a hozamok, amelyek közül a középső lejáratokon volt a legnagyobb mértékű a csökkenés (4-4. ábra). Az időszak során összességében az 5 éves hozam 152, míg a 10 éves hozam 108 bázisponttal került lejjebb. A bankközi hozamok közül a 3 hónapos BUBOR 168 bázisponttal 10,61 százalékra mérséklődött.

A régiós hosszú referenciahozamok nagy mértékben csökkentek az időszak során (4-5. ábra). A tízéves lengyel hozam 55 bázisponttal, a cseh 59 bázisponttal, míg a szlovák euró hozamok pedig 70 bázisponttal csökkentek.

4-1. keretes írás: Bőséges a vállalatok likvid pénzügyi eszköz állománya

A nem pénzügyi vállalatok likvid eszközei 2022 közepéig nagymértékben növekedtek, majd a magas infláció nyomán GDP-arányosan enyhén mérséklődtek. A korrekció ellenére továbbra is nagyon magas a vállalatok forrásellátottsága a korábbi évtizedekhez képest, ezért a források nem korlátozzák a vállalatok termelését és beruházásait. A likvid eszközök közé a pénzeszközöket, a betétállományt, illetve a vállalatok tulajdonában lévő, adott esetben gyorsan értékesíthető befektetési jegy és kötvényállományt soroljuk. A vállalatok likvid eszközeinek állománya 2015-ig nagyjából stabilan, a GDP 20 százaléká körül ingadozott. Ezt követően azonban jelentős növekedés történt. 2019-re 25 százalékra emelkedett a vállalatok likvid eszközeinek GDP-arányos összege, majd a járvány miatt visszaeső beruházás, a megnövekvő bizonytalanság, illetve a szektornak juttatott állami források, később pedig a profit-húzó infláció bevételnövelő hatása következtében 2022-ben elérte a GDP 35 százalékát (4-6. ábra). A magas infláció következtében a likvid eszközök GDP-arányos állománya – nagyjából stabil nominális állomány mellett – enyhén csökkent az elmúlt időben, de továbbra is magas szinten áll, meghaladva a GDP 30 százalékát. A vállalati forrásellátottság tehát historikusan egyértelműen bőséges.

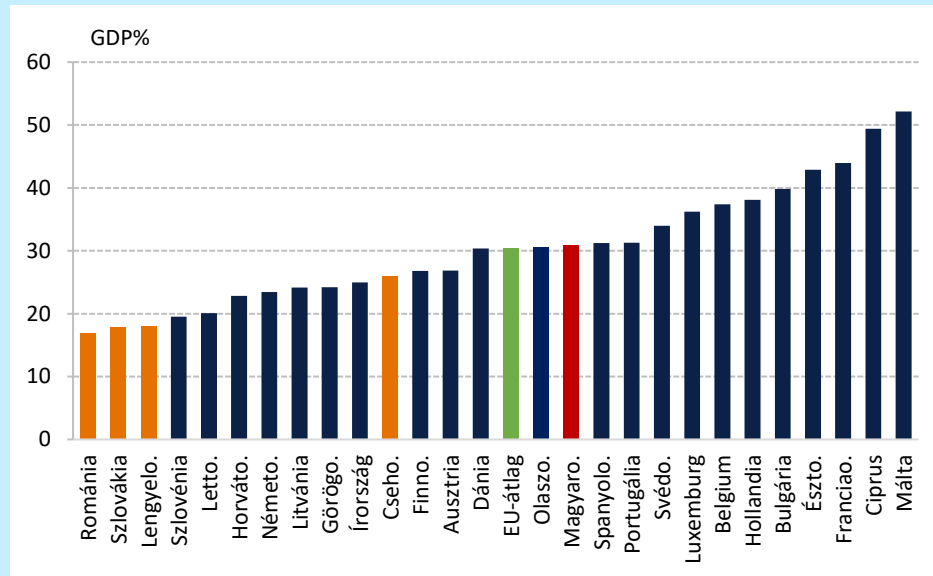
4-6. ábra: A nem pénzügyi vállalatok likvid eszközeinek GDP-arányos állományának összetétele



Forrás: MNB

Nemzetközi összevetésben a magyar vállalatok likvid eszközeinek nagysága a régióban jellemző szintet jelentős mértékben meghaladja. A 2010-es évek első felében a hazai vállalatok likvid eszközeinek 20 százalék körüli GDP-arányos nagysága még nagyjából a régiós szint körül alakult, azonban a korábban részletezett növekedést követően 2022-ben már jelentősen mértékben meghaladta a visegrádi országokban, illetve Romániában megfigyelt szintet (4-7. ábra). A 30 százalékot meghaladó GDP-arányos mutató így már eléri a teljes Európai Unió átlagát.

4-7. ábra: A nem pénzügyi vállalatok likvid eszközeinek GDP-arányos állománya EU-s összevetésben



Forrás: Eurostat

A likvid eszközök alakulása mögött meghúzódó folyamatok megértéséhez érdemes megvizsgálni azok szerkezetét. Míg a likvid eszközök növekedése széles bázison történt, és ahhoz mindegyik résztétele hozzájárult, addig az elmúlt időszak mérséklődése döntően a forintbetétek csökkenéséhez kötődött, ami alapján nem a jegybanki kamat szintje tartotta magasan a szektor likvid eszközeit. A likvid eszközök GDP-arányos állományában 2015 és 2022 között bekövetkezett nagymértékű, 12-13 százalékpontos növekedésben a forint- és devizabetétek bővülése volt a meghatározó, de kisebb mértékben a befektetési jegy és kötvényállomány GDP-arányos értéke is emelkedett. Az elmúlt időben bekövetkezett csökkenés ezzel szemben csak a vállalati GDP-arányos forintbetétek mintegy 5 százalékpontos visszaeséséhez volt köthető, miközben a devizabetétek GDP-arányos állománya nagyjából szinten maradt, és az értékpapír-jellegű likvid eszközelemek még kismértékben tovább is emelkedtek. A vállalatok forintbetéte tehát abban az időszakban esett vissza (az inflációval korrigált reálértéken mintegy negyedével csökkent az állomány), amikor a jegybanki alapkamat magas szinten állt – vagyis a vállalatok eszközszerkezetének alakulása nem utal arra, hogy a vállalatok a magas forint kamatok miatt inkább bankban fialtatnák a pénzüket.

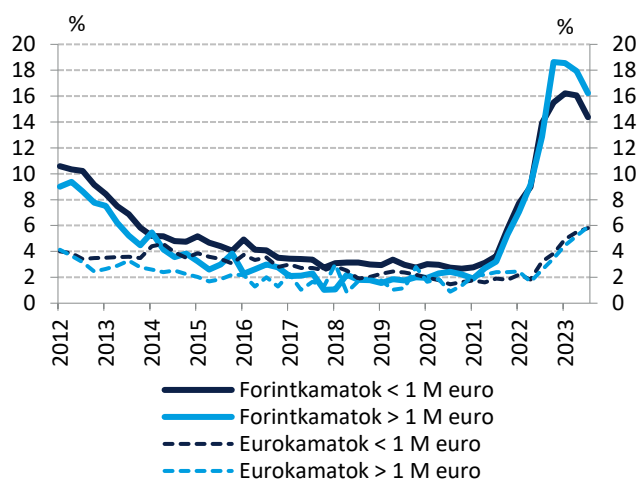
A vállalatok megtakarítása elsősorban a devizabetétek és a jelentős részben külföldi értékpapírokat is tartalmazó befektetési jegyek növekedésében jelent meg. Ezek olyan eszközök, amelyek nem a hazai gazdaságot, hanem a külföldet finanszírozzák, ugyanakkor hozamuk nem a hazai kamatkörnyezethez kötött. Mindez azt is alátámasztja, hogy a vállalati beruházások visszafogottságának forrása a kamatszint helyett inkább a magas inflációval együtt járó bizonytalanság.

A vállalatok beruházási döntéseit tehát nem csak, sőt nem is elsősorban az elérhető kamat szintje befolyásolja. Ezt megerősíti az is, hogy a Baross Gábor Újraiparosítási Hitelprogramban kedvező finanszírozási feltételek (jelentősen negatív reálkamat) mellett biztosított beruházási hitelek iránti kereslet alacsony volt, hiszen a folyósított hiteleknek mindössze 18 százaléka volt beruházási hitel, míg a Széchenyi Kártyaprogramban idén leszerződött összeg mindössze 5 százaléka volt beruházási hitel. Emellett a vállalatok véleménye is azt támasztja alá, hogy elsősorban nem a pénzügyi korlátok akadályozzák a termelést: az Európai Bizottság adatai szerint ugyanis a kereslet hiánya az elsődleges probléma, amelynek fő oka a magas infláció volt (részletesebben lásd a reálkamatok fogyasztásra és beruházásra gyakorolt hatásáról szóló 6-1. kiemelt témát). A magas infláció tehát gyenge keresletet és gazdasági bizonytalanságot hozott, amely miatt a vállalatok kívártak a fejlesztésekkel és ezért nem tudott helyreállni a beruházások szintje. Ezt a tendenciát tovább erősítheti a betéti kamatsapka decembertől hatályos kiterjesztése, ami a továbbra is jelenlévő bizonytalanság mellett gyengíti a monetáris politika hatékonyságát, növeli a reputációs és pénzügyi kockázatokat, így akadályozza a beruházások újbóli felfutásához kritikusán fontos árstabilitás mielőbbi elérését.

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2023 harmadik negyedében egyetlen vállalatméret kategóriában sem változtak érdemben a vállalati hitelezési feltételek, míg az üzleti célú ingatlanhitelek tekintetében a bankok nettó értelemben vett 21 százaléka szigorított. A harmadik negyedévben a bankok 39 százaléka jelezte a kereslet csökkenését 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 sztenderdeken, a következő fél évre előre tekintve azonban a lakáshiteleknél enyhítés várható. A bankok mind a lakáshitelek, mind a fogyasztási hitelek esetében a kereslet növekedését jelezték a harmadik negyedévben, és előre tekintve is mindkét alpiacon a kereslet további növekedését valószínűsítik. Az újonnan szerződött vállalati forint hitelek átlagos finanszírozási költsége és az újonnan kötött, hosszú távra rögzített kamatozású lakáshitelek átlagos hitelköltsége is mérséklődött a vizsgált időszakban.

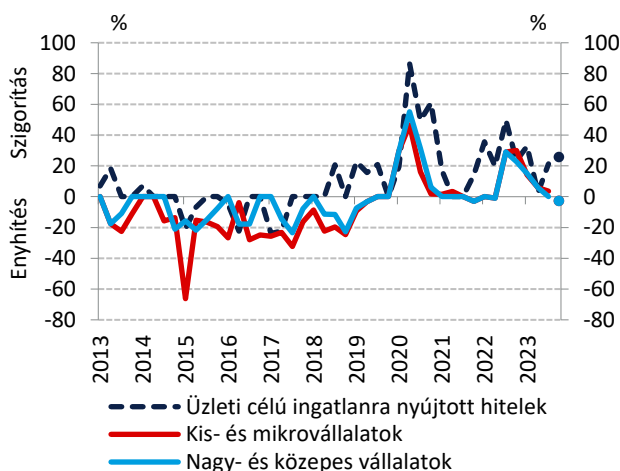
4-8. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába



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

Forrás: MNB

4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részesegmensben



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2023 negyedik és 2024 első negyedévére.

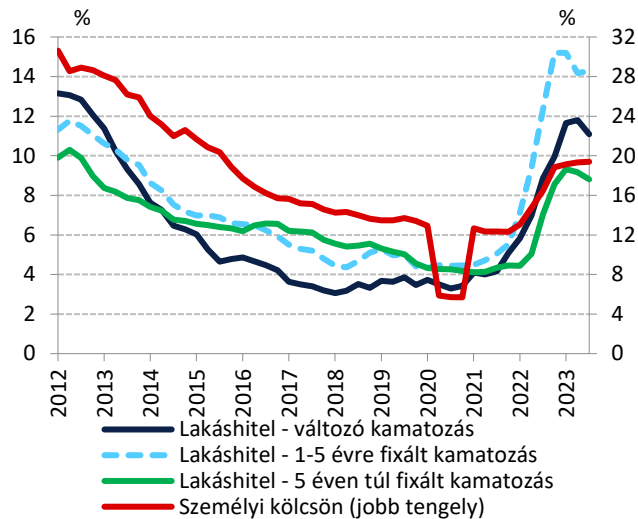
Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

2023 harmadik 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 169 bázisponttal, a nagyösszegű hitelek esetében 171 bázisponttal mérséklődött az előző negyedévhez képest, ezzel a megkötött forinthitelek átlagos kamatlába 15,9 százalékos volt szeptember végén (4-8. ábra). A kisösszegű euróhitelek kamatszintje 31, míg nagyösszegű euróhitelekké 70 bázisponttal növekedett a harmadik negyedév során, ezzel szeptember végén az eurohitelek átlagos finanszírozási költsége 5,9 százalékoson állt. A vállalati euró kamatok jelentősebb növekedése az eurozóna bankközi kamatainak emelkedésére vezethető vissza.

A harmadik negyedévben a bankok összességében nem változtattak érdemben a vállalati hitelfeltételeken. A harmadik negyedévben a Hitelezési felmérésben részt vevő bankok nettó értelemben vett 4 százaléka szigorított a hitelhez jutás feltételein a kis- és mikrovállalatok esetében, míg a nagy- és közepes vállalatok tekintetében nem történt változás a sztenderdekben. Az üzleti célú ingatlanra nyújtott hiteleknél a bankok nettó értelemben vett 21 százaléka jelzett szigorítást. A vállalati szektor egyes iparág specifikus problémái és a gazdasági kilátások bizonytalansága a szigorítás irányába, míg a banki verseny és a likviditási helyzet az enyhítés irányába ható tényezőként jelentek meg. A bankok hitelezési képessége továbbra is magas szinten áll. A következő fél évre előre tekintve a vállalati hitelfeltételek érdemi változása nem várható: az üzleti célú ingatlanhitelezésben a bankok nettó értelemben vett 26 százaléka tervez szigorítani, míg a nagy- és közepes vállalatok, illetve a kis- és mikrovállalatok esetében 3-3 százaléka tervez enyhíteni (4-9. ábra). A hitelkereslet tekintve a bankok nettó értelemben vett 39 százaléka számolt be a kereslet csökkenéséről a harmadik

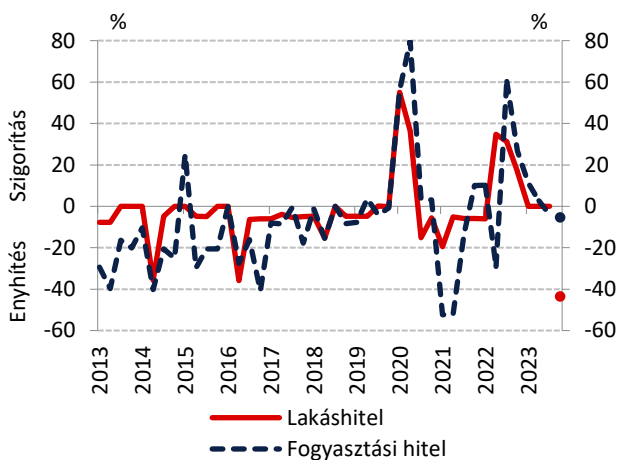
4-10. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje



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

4-11. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegmensben



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2023 negyedik és 2024 első negyedévére.

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

negyedévben és fél évre előretekintve a bankok már egy kisebb aránya, nettó 6 százaléka jelezte a kereslet további csökkenését.

4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

A hosszú távra rögzített kamatozású lakáshitelek átlagos kamatlába enyhén csökkent a negyedév során. A 2023 harmadik negyedévében megkötött lakáscélú hitelszerződések átlagos THM-szintje az 1-5 évre kamatfixált hitelek (jelentős részben a Családi Otthontermelési Kedvezményhez kötődő kamattámogatott hitelek) esetében 14,3 százalékot tett ki, míg az 5 évnél hosszabb futamidőre kamatfixált hitelek esetében 36 bázispontos mérséklődés után az átlagos hitelköltség 8,8 százalékot ért el 2023 szeptemberében (4-10. ábra). 2023 harmadik negyedévében a legalább 5 éves kamatperiódussal elérhető Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitelek volumene a negyedéves új lakáshitel-kibocsátás 43 százalékát adta, míg a legalább 10 évre fixált hitelek részesedése 79 százalékot ért el. A személyi kölcsönök átlagos simított THM-szintje 5 bázisponttal emelkedve 19,4 százalékot ért el a vizsgált időszak végén.

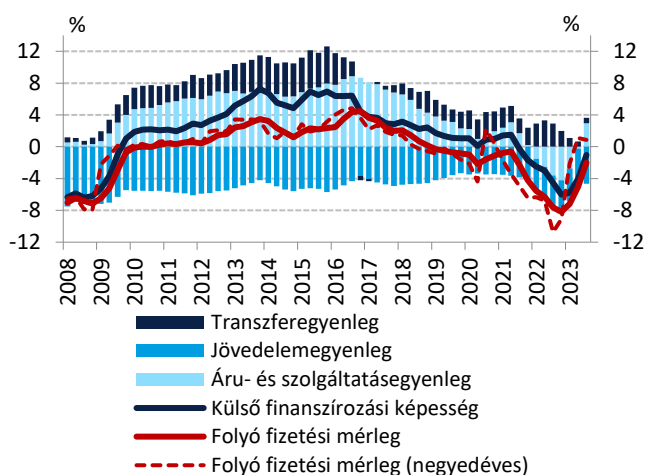
A lakáshitelek sztenderdjei nem változtak, azonban előretekintve enyhítés valószínűsíthető. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján 2023 harmadik negyedévében a bankok nem változtattak a lakáshitelek sztenderdjein, 2023 utolsó negyedévére és 2024 első negyedévére előretekintve azonban a bankok nettó értelemben vett 44 százaléka tervez enyhítést (4-11. ábra). A fogyasztási hitelek tekintetében a hitelintézetek nettó értelemben vett 4 százaléka enyhített a hitelhez jutás feltételein a harmadik negyedév során, előretekintve a bankok nettó értelemben vett 5 százaléka a sztenderdek további enyhítését tervezi a fogyasztási hitelek piacán. A lakáscélú hitelek iránt a bankok nettó értelemben vett 63, míg a fogyasztási hitelek iránt 22 százaléka növekvő keresletet érzékelt a harmadik negyedévben, előretekintve pedig 94 és 10 százaléka a kereslet további növekedését valószínűsíti.

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

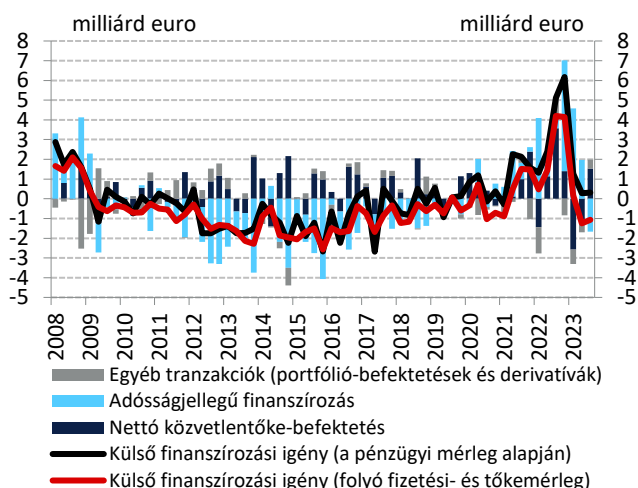
2023 harmadik negyedében a gazdaság négy negyedéves külső finanszírozási igénye a GDP 1 százalékára, a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 2 százalékára csökkent – miközben a rövid távú folyamatokat tükröző negyedéves adat már a második negyedév óta többletet mutat. A külső egyensúly javulása a külkereskedelmi egyenleghez kötődött, ami mögött főként az energiaárak mérséklődése és a belföldi kereslet általános szűkülése állt. A finanszírozási oldalon a nettó közvetlentőkeforrások állománya növekedett, miközben az adósságjellegű források három év után először kiáramlást mutattak. 2023 második negyedében az ország GDP-arányos külső adósságrátái vegyesen alakultak: a bruttó külső adósság növekedése megállt, míg a nettó külső adósság enyhén emelkedett.

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 idősorból. Forrás: MNB

5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

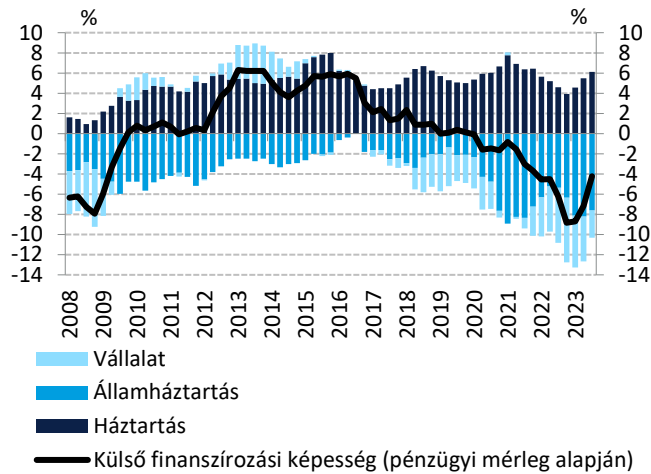
2023 harmadik negyedében folytatódott a külkereskedelmi egyenleg, és ezzel a külső egyensúlyi mutatók gyors javulása (5-1. ábra). Az előzetes, havi adatok alapján a harmadik negyedéves folyó fizetési mérleg hiányának mérséklődése döntően a külkereskedelmi egyenleghez, azon belül az energiaárak mérséklődésével párhuzamosan javuló cserearányokhoz volt köthető. Az energiafogyasztás alkalmazkodása, valamint a szűkülő fogyasztás és beruházás miatt mérséklődő import az áruegyenleg javulásának irányába hatott, de a kedvezőtlen nemzetközi környezetben visszafogottabb export is mérséklőleg hatott a hazai behozatalra. A külkereskedelmi egyenleg alakulásában fontos szerepet játszó szolgáltatás egyenleg GDP-arányos többlete nagyjából szinten maradt. A jövedelemegyleg hiányát növelték az emelkedő kamatkidadások, valamint a külföldi vállalati profitok bővülése. A transzferegyleg többlete az előző negyedévhez hasonlóan a GDP 1 százaléka alatt maradt.

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

2023 harmadik negyedében számottevő FDI beáramlás valósult meg, miközben az adósságjellegű források jelentős kiáramlást mutattak (5-2. ábra). A 2023 első féléves – egyedi tételekhez kapcsolódó – csökkenést követően a harmadik negyedévben ismét számottevően nőtt a nettó FDI állomány. A harmadik negyedévben a nemzetgazdaság szintjén három év után először volt tapasztalható adósságcsökkenés: a bankrendszer kismértékű forrásbevonása mellett az államháztartás és a vállalatok érdemben mérsékelték külföldi adósságukat.

2023 harmadik negyedében mindhárom belföldi szektor hozzájárult a külső finanszírozási igény csökkenéséhez (5-3. ábra). A harmadik negyedévben az államháztartás finanszírozási igénye mérséklődni tudott ellenére, hogy elsősorban a forgalmi típusú adóbevételek lassulása, valamint az emelkedő kamatkidadások magas szinten

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



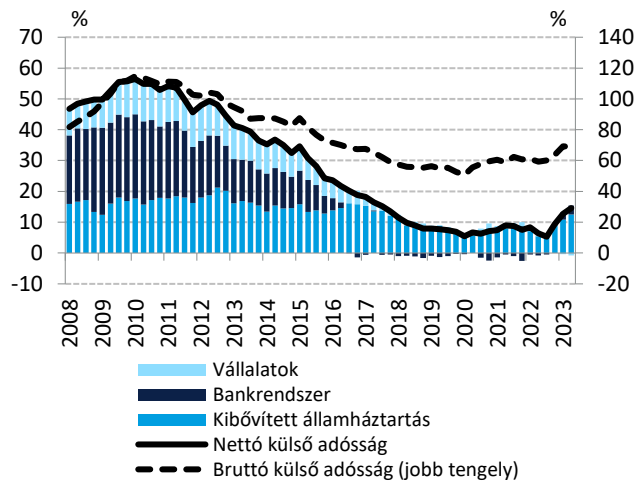
Megjegyzés: Négy negyedéves értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

tartották. A nominális jövedelmek gyors bővülése mellett csökkenő belső kereslet előmozdította a magánszektor nettó pénzügyi pozíciójának javulását. A háztartások finanszírozási képessége a fogyasztás csökkenésével párhuzamosan tovább erősödött. A vállalatok magas profit jövedelem melletti gyenge beruházási aktivitása mérsékelte a szektor nettó finanszírozási igényét.

2023 második negyedében a gazdaság nettó külső adóssága a GDP 15 százalékának közelébe emelkedett (5-4. ábra). A mutató növekedéséhez az elmúlt negyedekben tapasztalt adósságjellegű forrásbevonás mellett átértékelődési hatások is hozzájárultak, melyeket enyhén tompított a nominális GDP bővülésének hatása. A bruttó külső adósság emelkedése a második negyedévben megállt, és június végén a GDP 69 százaléka körül alakult.

5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása



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

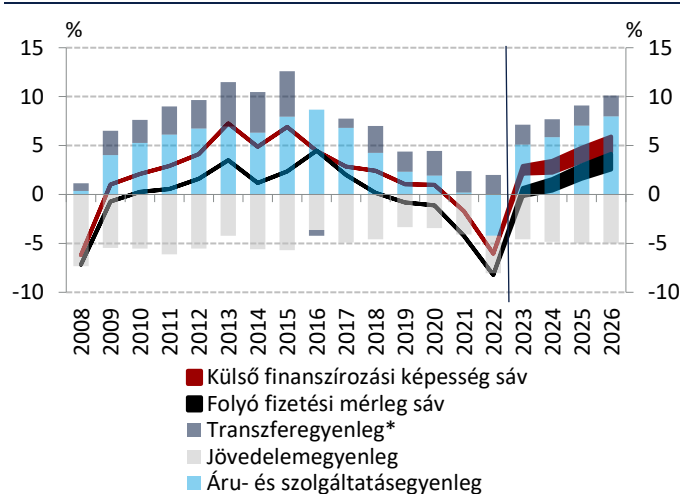
Forrás: MNB

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A folyó fizetési mérleg egyenlege a javuló külkereskedelmi egyenleg hatására 2023-ban enyhe többletbe fordul, majd a következő években tovább emelkedik. Az idei évben a külső pozíció javulása főként az alacsonyabb energiaszámlához és a visszafogott belső kereslet importot mérséklő hatásához köthető, de kisebb részben az exportbővülés is hozzájárul. 2024-től a kivitel növekedésének kedvező hatása válik hangsúlyossá: a következő években a kiépülő új exportkapacitások termelésbe állása, valamint a normalizálódó világgazdasági környezet várhatóan lendületet ad az exportnak. A szektorok finanszírozási folyamatai szerint a magánszektor nettó pozíciója – a belföldi felhasználás idei csökkenésével összefüggésben – többletbe fordul. Ezzel párhuzamosan folytatódik az állam finanszírozási igényének csökkenése.

2023-ban a jelentős mértékben javuló külkereskedelmi egyenleg hatására a folyó fizetési mérleg egyenlege enyhe többletbe fordul (5-5. ábra). A GDP 8 százalékát meghaladó tavalyi hiány után 2023-ban jelentősen emelkedik a folyó fizetési mérleg egyenlege. A külső pozíció gyors javulása elsősorban az alacsonyabb energiaárak és az energiafogyasztás alkalmazkodása, valamint a belső kereslet mérséklődése miatt szűkülő importra vezethető vissza. A jövő évben az energiaárak csökkenésének további kedvező hatása várhatóan már mérsékelt lesz, és a belföldi felhasználás növekedése is ismét növelni fogja az importot. A kiépült új exportkapacitások termelésbe állása, valamint a normalizálódó világgazdasági környezet ugyanakkor lendületet ad az exportnak, melynek növekedési üteme így tartósan meghaladja majd a fogyasztás és beruházások élénkülésével emelkedő importét. Összességében a folyó fizetési mérleg 2023-ban enyhe többletet ér el, és az előrejelzési horizonton is folytatódik az egyenleg növekedése. A tőkmérleg egyenlege az EU költségvetési ciklus végével csökken, de várhatóan továbbra is érdemben hozzájárul az ország külső finanszírozási képességéhez.

5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



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

Forrás: MNB

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

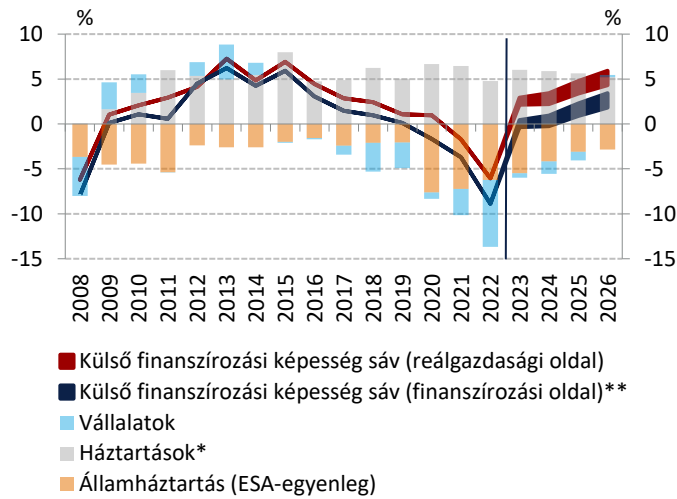
	2022	2023	2024	2025	2026
Áruegyenleg	-9,0	0,1	0,9	2,0	3,0
Energiaegyenleg	-9,9	-4,3	-3,8	-3,3	-3,2
Egyéb	0,9	4,4	4,6	5,3	6,2
Szolgáltatás egyenleg	4,8	5,0	5,0	5,0	5,0
Külkereskedelmi egyenleg	-4,2	5,1	5,9	7,0	8,0

Forrás: KSH, MNB

Az energiaegyenleg hiányának csökkenése jelentős mértékben járul hozzá a külső egyensúly javulásához. Az energiaárak mérséklődése, az alkalmazkodó gazdasági szektorok, valamint a nominális GDP emelkedése 2023-ban érdemben csökkenti az energiaegyenleg GDP-arányos hiányát. Az egyéb áruegyenleg többletének jelentős ideje emelkedése elsősorban a belföldi kereslet szűküléséből származik. Az elkövetkező években folytatódhat az energiaegyenleg kismértékű további javulása (5-1. táblázat).

A szektorok finanszírozási folyamatai alapján 2023-ban ismét pozitívba fordul a magánszektor nettó pozíciója, miközben az államháztartási hiány mérséklődik (5-6. ábra). A költségvetési hiány csökkenése a következő években is folytatódik, azonban annak szintje továbbra is viszonylag magasnak mondható. A csökkenést 2024-ben az alacsonyabb energiaárak, 2025-től a mérséklődő kamatkidadások támogatják. A háztartások nettó pénzügyi

5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása



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

Forrás: MNB

megtakarítása a fogyasztás és a lakossági beruházás idei visszaesésével párhuzamosan emelkedik, majd a fogyasztás és a lakossági beruházás újbóli élénkülésével az előrejelzési horizonton lassú csökkenésnek indul. 2023-ban a vállalatok nettó finanszírozási igénye a visszaeső vállalati beruházások, valamint érdemben bővülő vállalati profitok hatására számottevően mérséklődik, amit az alacsonyabb energiaárak is támogatnak. Az előrejelzési horizont második felében a helyreálló külső környezet tovább csökkenti a szektor finanszírozási igényét.

5.3. Költségvetési folyamatok

A költségvetés hiánya 2023-ban tovább csökkenve az előző évi 6,2 százalékos GDP-arányos szintről előrejelzésünk szerint a GDP 5,2-6 százaléka között lehet. 2024-ben 2,9-3,9 százalékos, 2025-ben 1,9-2,9 százalékos, 2026-ban 1,4-2,4 százalékos lehet a GDP-arányos deficit a makrogazdasági folyamatok alakulása és a költségvetési kontroll függvényében. A költségvetési célok elérését a teljes előrejelzési horizonton kockázatok övezik. Idén a hiánycél októberi emelését elsősorban az okozta, hogy a magas infláció miatt a tervezettől érdemben elmaradnak az áfabevételek és jelentősen nőnek az állami kamatkiadások. A világgiazi energiaárak jelentős csökkenése mellett a 2024. évi költségvetési törvénnyel együtt elfogadott, illetve az azt követően bejelentett intézkedések segíthetik a hiánycél teljesülését a következő években, azonban az EU források körüli bizonytalanság, valamint a makrogazdasági környezet miatt lassuló adóbevételek és növekvő állami kamatkiadások nehezítik a deficitcél elérését. A GDP-arányos államadósság 2023 végére 73 százalék közelébe csökkenhet, majd az előrejelzési horizont végére 67 százalék közelébe süllyed.

5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

	2023	2024	2025	2026
ESA-egyenleg	(-6,0)-(-5,2)	(-3,9)-(-2,9)	(-2,9)-(-1,9)	(-2,4)-(-1,4)
Elsődleges ESA-egyenleg (pontbecslés)	-1,3	0,8	1,3	1,6
Bruttó kamatkiadások	4,3	4,2	3,7	3,5

Megjegyzés: Az elsődleges ESA-egyenleg (pontbecslés) idősor az egyenlegre vonatkozó előrejelzési sávok középpontjával konzisztens.

Forrás: MNB

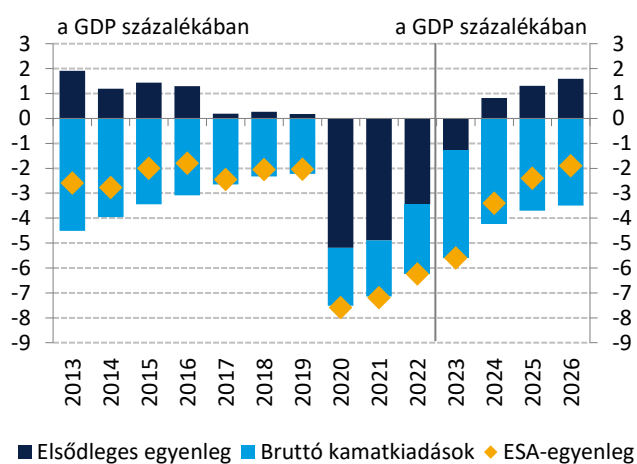
5.3.1. A főbb egyenlegmutatók

A kormányzati szektor GDP-arányos eredményszemléletű hiánya előrejelzésünk szerint 2023-ban 5,2-6,0 százalékos lehet, míg 2024-ben 2,9-3,9 százalékos, 2025-ben 1,9-2,9 százalékos, 2026-ban 1,4-2,4 százalékos tehet ki a deficit (5-2. táblázat). 2023-ban várhatóan csökken a hiány az előző évhez képest, amiben szerepet játszanak a 2024. évi költségvetési törvényjavaslattal párhuzamosan bejelentett bevételnövelő és kiadáscsökkentő intézkedések, valamint a jelentős világgiazi energiaár-csökkenés. A magas infláció miatt a korábban várthoz képest lassuló fogyasztás hatására erőteljesen mérséklődik az adóbevétel-növekedés, és számottevően növekednek a kamatkiadások. A költségvetési deficit a makrogazdasági folyamatok alakulása és az év végi költségvetési kontroll függvényében a GDP 5,2-6,0 százaléka között lehet 2023-ban. 2024-ben a hiány további csökkenése várható a megelőző évekhez képest, azonban előrejelzésünk szerint az idei évi makrogazdasági és költségvetési bázis alapján a GDP-arányos deficit a 2,9-3,9 százalékos sávban alakulhat, majd 2025-ben és 2026-ban is 1 százalékpontos lehet a kockázat a hiánycélokhoz képest (5-7. ábra).

5.3.2. A 2023. évi egyenleg

A költségvetési hiány 2023-ban a GDP 5,2-6,0 százaléka lehet előrejelzésünk szerint. A költségvetés pénzforgalmi hiánya november végére elérte a 4074 milliárd forintot, ami az előirányzat 120 százaléka, és az október eleji EDP jelentésben szereplő 4450 milliárd forintos pénzforgalmi hiány 92 százaléka. A KSH adatai alapján az első féléves eredményszemléletű hiány a féléves GDP 6,3 százaléka volt, míg az MNB által publikált előzetes pénzügyi számla adatok szerint a GDP-arányos eredményszemléletű deficit 4,3 százalékos tette ki a harmadik negyedévben (5-8. ábra). Előrejelzésünk alapján 2023-ban a hiánycél elérését nehezítik a vártnál kedvezőtlenebb makrogazdasági pálya következtében az előirányzattól elmaradó adóbevételek (5-9. ábra) és magasabb kamatkiadások.

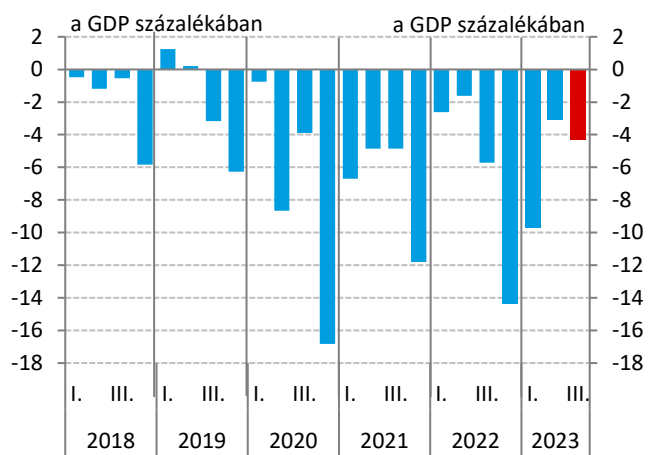
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkiadások alakulása



Megjegyzés: Az ESA-egyenlegre és az elsődleges ESA-egyenlegre vonatkozó idősorok a 2022. évet követően pontbecslések, amelyek az egyenlegre vonatkozó előrejelzési sávok középpontjával konzisztensek.

Forrás: KSH, MNB

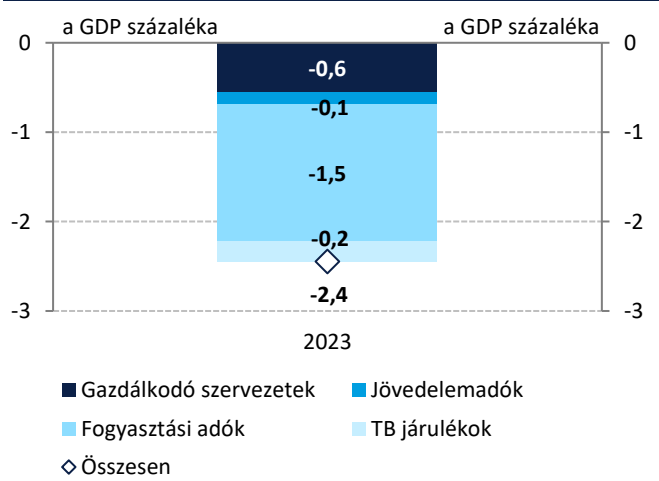
5-8. ábra: A kormányzati szektor eredményzempléletű egyenlege



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

Forrás: KSH, MNB

5-9. ábra: Az adó- és járulékbévételek eltérése az előirányzattól a GDP százalékában 2023-ban



Forrás: 2023. évi költségvetési törvény, MNB

A bérek nominális növekedéséből, az szeptemberi visszavonás 2022. évi bevételeket csökkentő hatásából, valamint az extraprofit adókból fakadóan az adóbevételek novemberig átlagosan mintegy 16 százalékkal haladták meg az egy évvel korábbi értéküket. A magas infláció miatt ugyanakkor a fogyasztás és a kiskereskedelmi forgalom mérséklődött, aminek következtében a bruttó áfabevételek a negyedik negyedév első két hónapjában csökkentek az előző évhez viszonyítva.

A költségvetési hiány előző évhez viszonyított csökkenését támogatja a kormányzati beruházások mérséklődése, ugyanakkor nehezíti az állami kamatkidadások magas infláció miatti emelkedése. A kamatkidadások 2023-ban 1,5 százalékponttal, 4,3 százalékra emelkedhetnek az előző évi 2,8 százalékos szintről, amit legnagyobb részben az inflációkövető lakossági állampapírok kamatfizetésének növekedése okoz.

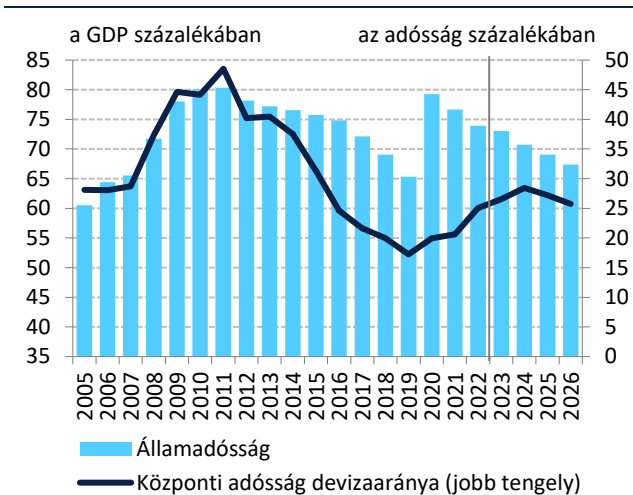
5.3.3. A 2024-2026. évi egyenlegek

2024-ben a költségvetési hiány prognózisunk alapján a GDP 2,9-3,9 százaléka lehet. A deficit 2023-hoz viszonyított mérséklődését elsősorban az energiaárak jelentős csökkenése, a 2023 tavasza és ősze folyamán bejelentett bevételi és kiadási intézkedések és az állami beruházások csökkentése támogatják, ugyanakkor nehezítik a magas állami kamatkidadások, ezért a deficitcél elérése csak a kiadások szoros kontrollja mellett lehetséges.

2024-ben az extraprofitra kivetett 2022. és 2023. évi adóterhek közül számos teljes egészében, illetve több adónem részlegesen fennmarad. Az adóbevételek további emelkedését eredményezi az üzemanyagok jövedéki adójának uniós minimum szinttel összhangban történő emelése és a kamatjövedelmekre kivetett szociális hozzájárulási adó. A költségvetési törvény elfogadása óta a 2023. és 2024. évekre bevezetésre került egy új adónem, a szén-dioxid kvóta adó. Emellett 2024-től bevezetésre kerül a globális minimumadó is, amely a nemzetközi nagyvállalatok effektív adókulcsának 15 százalékra emelését célzó intézkedés. Érdemi többletbevétel ugyanakkor ebből az adónemből csupán 2026-tól várható, mert a növekvő adminisztrációs terhek miatt a cégek 18 hónap haladékot kapnak az effektív bevezetésig.

A hiány csökkenését a kiadási intézkedések is segítik, ugyanis szigorodnak a CSOK és a babaváró hitel keretében nyújtott támogatások igénylési szabályai. A jelenleg elérhető CSOK támogatás a városokban megszűnik, és helyette a CSOK Plusz támogatás kerül bevezetésre, amelynek ESA-egyenleg hatása 2023-ban és 2024-ben mintegy 50 milliárd forint lehet.

5-10. ábra: Az államadósság várható alakulása



Megjegyzés: Az államadósságra és a központi adósság devizaarányára vonatkozó idősorok a 2022. évet követően pontbecslések, amelyek az egyenlegre vonatkozó előrejelzési sávok középpontjával konzisztensek.

Forrás: MNB, ÁKK

Költségvetési törvény hiányában a 2025-re és 2026-ra előrejelzésünk szerint a hiánypálya további csökkenése várható.

5.3.4. Az alappályát övező kockázatok

Az adóbevételek alakulását jelentősen befolyásolják a makrogazdasági folyamatok, míg az energiaárak jelenlegi szintje pozitív kockázatokat hordoz az előirányzatokhoz képest. A költségvetési egyenleg alakulását bevételi oldalon kockázatok övezik a fogyasztási adókat érintő lassuló bevételi dinamika miatt, amelyek a következő év bázisát jelentik, ezért a 2024-2026-os hiánycélok elérésére szintén kockázatot jelentenek. 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 világpiaci energiaárak, így az előirányzatokhoz képest a jelenlegi árak mellett pozitív kockázatok jelentkeznek. A kockázatok ellensúlyozása érdekében a költségvetési kiadások szoros kontrollja szükséges.

Az EU források beérkezését övező bizonytalanság mérséklődött azáltal, hogy az Európai Bizottság elfogadta az igazságügyi reformmal kapcsolatos horizontális feljogosító feltételek teljesülését, így 10,2 milliárd euró értékben megkezdődhet a 2021-2027-es kohéziós források lehívása. Ezt megelőzően az Európai Bizottságot követően az ECOFIN is jóváhagyta a magyar helyreállítási terv REPowerEU fejezetét, így Magyarország 2024-ben 920 millió eurónyi RRF-előleget kaphat. A továbbra sem elérhető helyreállítási és kohéziós keretreszekhez (mintegy 21 milliárd euró) való hozzáféréshez a Bizottság által meghatározott 27 szupermércföldkő teljesítésére van szükség. A források megelőlegezése és beérkezése az államadósság alakulását, míg a felhasználásának ütemezése az eredmény szemléletű egyenleget és a reálgazdasági folyamatokat befolyásolja.

5.3.5. Az adósságpálya várható alakulása

Az MNB előzetes pénzügyi számla adatai alapján 2023. harmadik negyedévének végén a GDP-arányos bruttó államadósság 75 százalék volt. Az adósságráta az előző év azonos időszakához képest 0,5 százalékponttal csökkent, míg a 2022. év végi értékhez képest 1,1 százalékponttal emelkedett. Az államadósság emelkedését a harmadik negyedév végéig megvalósult magas nettó kibocsátás okozta. A központi államadósság devizaaránya a devizakötvény-kibocsátások következtében 2023. harmadik negyedévének végén 27,1 százalékra emelkedett a tavalyi év végi 25 százalékról. Előrejelzésünk szerint idén 27 százalék körül alakul a központi devizaarány, és jövőre a jelentős

devizakibocsátás következtében tovább emelkedhet, míg 2025-től ismét csökkenő pályára állhat.

Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos bruttó államadósság 2023. év végére 73 százalék közelébe csökken, amit az adósságráta további folyamatos mérséklődése követ. Az államadósság-ráta értéke az előrejelzési horizonton évente átlagosan közel 2 százalékponttal csökkenhet, így 2026 végére 67 százalékra mérséklődhet (5-10. ábra).

Az év végi adósságráta pontos mértéke nagyban függ a nominális GDP szintjétől, az év végéig megvalósuló többlet állampapírkibocsátásoktól és a forint-euro árfolyam alakulásától. A forint-euro árfolyam 10 forintnyi változása mintegy 0,5 százalékponttal módosítja a GDP-arányos államadósságot.

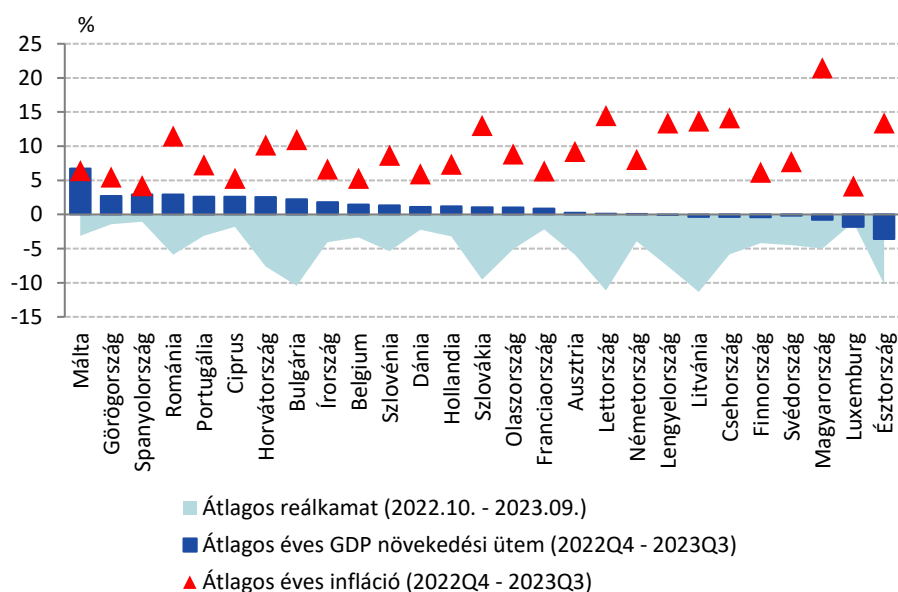
6. Kiemelt témák

6.1. A reálkamatok hatása a fogyasztásra és a beruházásra

A reálkamat lényegében a bankbetétben vagy más kamatot fizető eszközben elhelyezett megtakarítások vásárlóértékének alakulását méri. A mutató legegyszerűbben az aktuális kamatszint – például a jegybanki alapkamat vagy a bankbetétek kamatlába – és az infláció különbségeként áll elő. Ha a reálkamat negatív, akkor az aktuális kamatszintnél nagyobb az áremelkedés, emiatt a megtakarítások veszítenek az értékükből. A negatív reálkamat tehát viszonylag magas áremelkedést, és így a pénzünk értékének csökkenését jelenti.

Magas inflációs környezetben azonban nem lehet növekedési előnyhöz jutni negatív reálkamatokkal. A magas infláció miatt csökken a bérek reálértéke, ezáltal mérséklődik a belső kereslet, és lassul, illetve visszaesik a gazdasági teljesítmény. Mindezt megfigyelésünk is alátámasztja, hiszen a régióban és hazánkban is mélyen negatív reálkamat-környezet volt jellemző az utóbbi években, mégis nálunk a legnagyobb a gazdasági visszaesés. Az EU-s országok példáját tekintve pedig látható, hogy negatív reálkammattal a magas inflációjú országok kerültek növekedési hátrányba (6-1. ábra).

6-1. ábra: A GDP éves átlagos növekedésének változása és az átlagos visszatekintő reálkamat az EU országokban



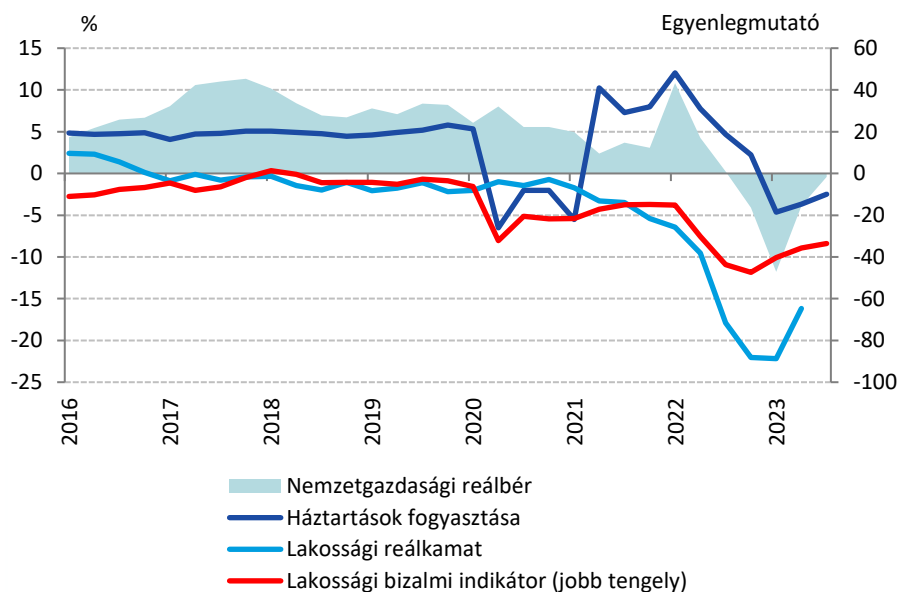
Megjegyzés: A GDP szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján. A reálkamat számítását az adott országban érvényes irányadó kamatok és a havi inflációs adatok alapján végeztük el. Az inflációra vonatkozóan HICP adatok szerint.

Forrás: MNB, Eurostat

Magyarországon a fogyasztás visszaesésére a magas infláció miatt bekövetkezett reálbércsökkenés és a megnövekedett lakossági bizalmatlanság számottevően erősebben hatott, mint a negatív reálkamat.

A háztartások fogyasztása annak ellenére csökkent jelentősen hazánkban, hogy közben negatív reálkamatokkal szembesültek a magyar családok (6-2. ábra). A 6.000-6.500 milliárd forintot kitevő készpénzállomány az inflációval megegyező mértékben veszített értékéből reálértelemben, de ezen felül a mintegy 10.000 milliárd forintnyi bankbetét kamatozása sem tartott lépést az áremelkedés ütemével, sőt a még mindig ezer milliárdos nagyságrendet kitevő MÁP+ is mélyen negatív, mínusz 10-20 százalékos reálkamatot biztosított (a megfigyelt időperiódustól függően).

6-2. ábra: A nemzetgazdasági reálbér, és a háztartások fogyasztási kiadásainak éves változása, valamint a lakossági megtakarítások reálkamatának alakulása Magyarországon

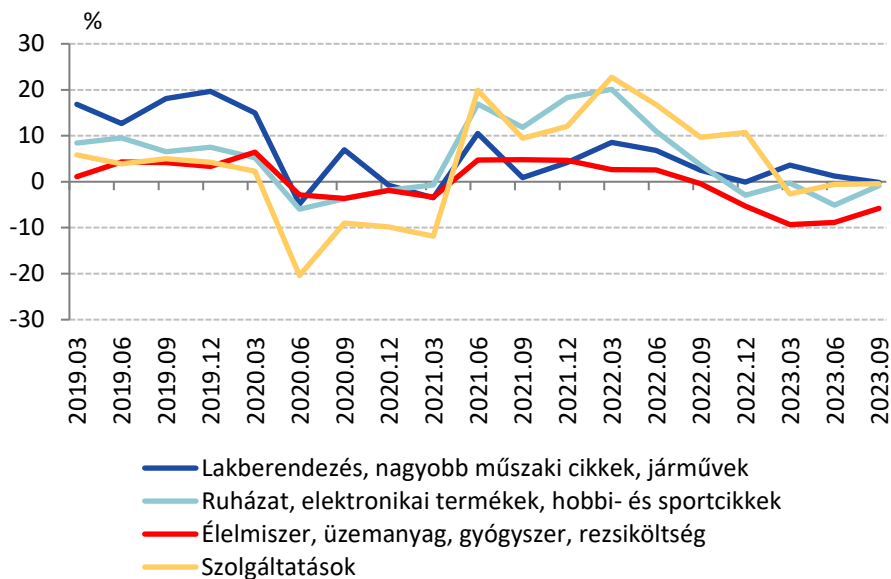


Megjegyzés: Negyedéves, szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján. A lakossági reálkamatot a forint készpénz, betét és hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok állománya és fizetett kamata alapján számítottuk a fogyasztói árindex felhasználásával.

Forrás: KSH, MNB

A magas árnövekedés miatt elértéktelenedő bérek mérsékeltek a fogyasztást. 2023 első három negyedévében a fogyasztóiár-index 20,9 százalékkal nőtt, így a reálbérek 5,4 százalékkal csökkentek éves alapon. Ennek következtében a háztartások reál értelemben vett rendelkezésre álló jövedelme 1,1 százalékkal mérséklődött, ami a fogyasztás 3,5 százalékos visszaesésével járt az előző év azonos időszakához képest. A fogyasztás szerkezete is igazolja, hogy nem a hitelezés miatt szűkült a fogyasztás. A jellemzően nagyobb arányban hitelből vásárolt lakberendezési, műszaki termékek és járművek vásárlásának volumene ugyanis enyhén növekedett. Ezzel szemben a rendszeres bérekből nap mint nap vásárolt cikkek (élelmiszer, üzemanyag, egészségügyi termékek, lakásfenntartás) kereslete esett vissza a leginkább, 7,8 százalékkal 2023 első három negyedévében. Mindez összhangban áll azzal, hogy előbbi termékcsoport inflációja ugyanezen időszak alatt 9,8 százalék, míg az utóbbi, napi fogyasztású termékeké 26,8 százalék volt (6-3. ábra).

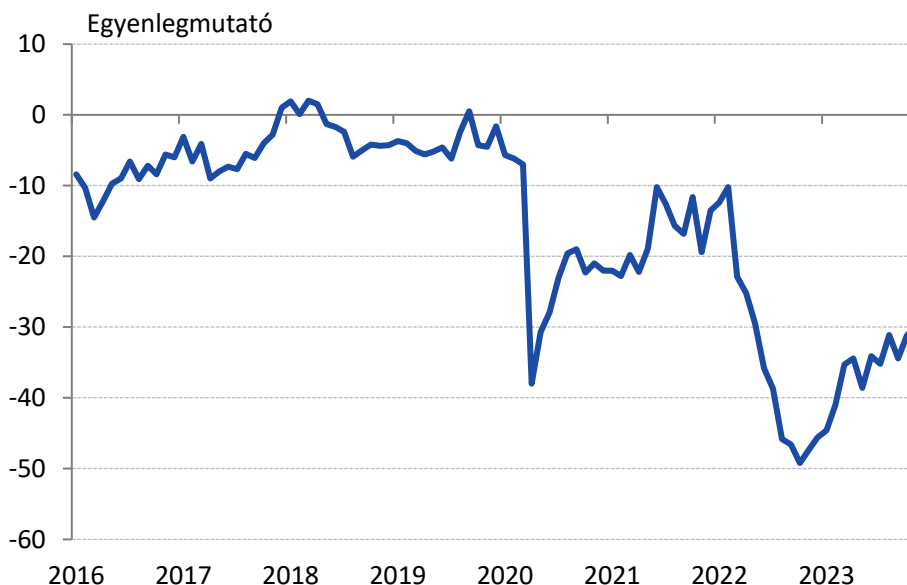
6-3. ábra: A háztartások fogyasztási kiadásainak éves változása a felhasználás szerint Magyarországon



Forrás: KSH, MNB

A lakossági bizalom a tavalyi évben erőteljesen csökkent, és továbbra is alacsony szinten van (6-4. ábra). Amikor a gazdasági folyamatokkal kapcsolatos lakossági bizalom csökken, akkor a háztartások inkább kivárnak, és elhalasztják nagyobb mértékű költségeiket, ami következtében végső soron csökken a fogyasztás.

6-4. ábra: Az ESI fogyasztói bizalmi index alakulása



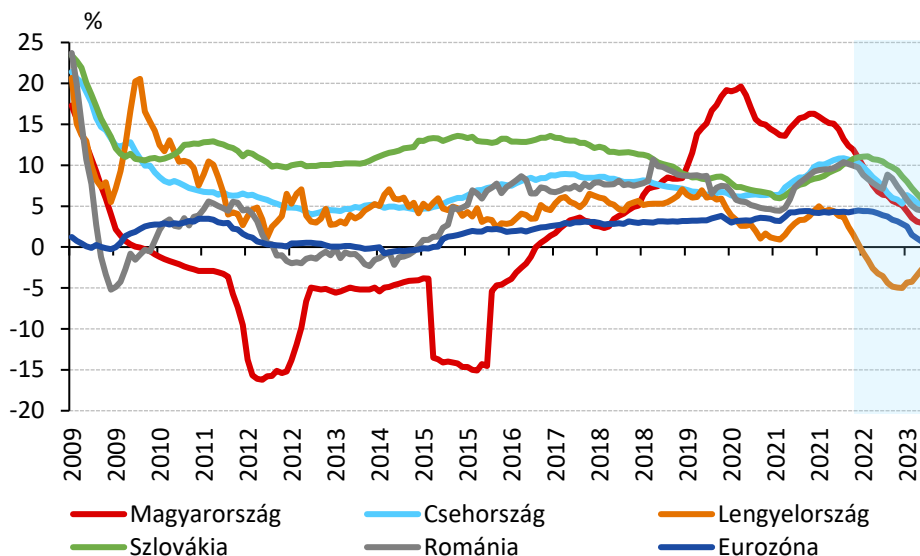
Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: Európai Bizottság

Amíg csökken a fogyasztás, addig negatív kamatok mellett sem indulnak meg a beruházások.

A negatív reálkamat mellett nem emelkedett a lakossági hitelezés 2023 folyamán (6-5. ábra). A hitelfelvevők 2022 negyedik negyedéve óta bár kétszámjegyű negatív reálkamat mellett vehetnek fel piaci alapon lakáshiteleket, a lakáshitelpiac – a régiós folyamatokkal összhangban – jelentősen visszaesett. A kereslet a nominálisan is változatlanul alacsony kamatozású CSOK és a kamatmentes babaváró hitelek iránt egyaránt csökkent annak ellenére, hogy e kölcsönök esetében egyes hónapokban -20 és -25 százalék közötti, mélyen negatív reálkamatok érvényesültek rövid távon.

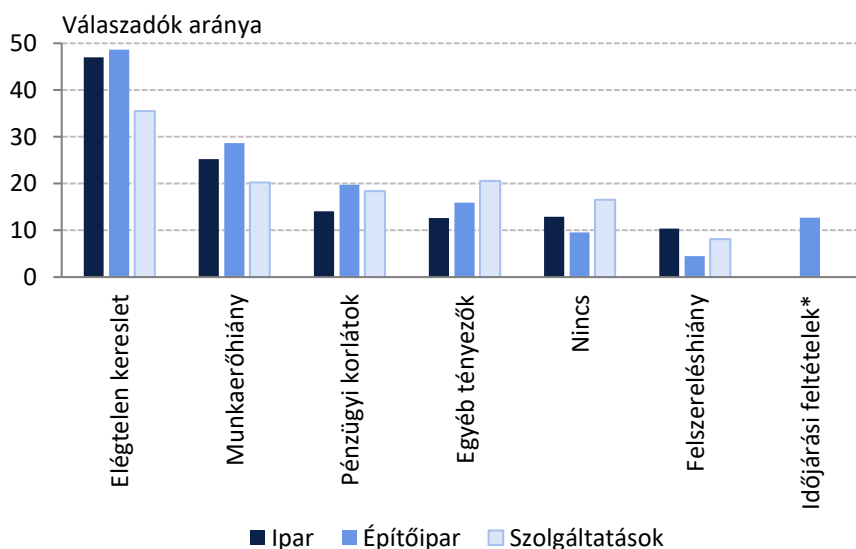
6-5. ábra: A háztartási hitelezés tranzakciós éves növekedési üteme



Forrás: EKB, MNB

Jelenleg a beruházási hitelek iránti kereslet – a támogatott hitelprogramok ellenére – alacsony, a belső kereslet megjelenése indítaná be a vállalati hitelezést is. A Baross Gábor Újraiparosítási Hitelprogram 6 százalékos forintkamatot kínált azon vállalatoknak, akik a rendelkezésre álló igen rövid idő alatt képesek voltak hozzáférni a programhoz. Ez a 2023-as év egészét nézve is kétszámjegyű negatív reálkamatot jelent, a beruházási célú hitelkereslet azonban alacsony volt, így a program jelentős része (76 százaléka) végül forgóeszköz-hiteleket finanszírozott. A beruházások gátját tehát jelenleg nem a kedvező források hiánya jelenti, hanem a kereslet hiánya (6-6. ábra), amelynek fő oka pedig a magas infláció volt. Erre utal még, hogy a vállalatok óriási – a GDP 30 százalékára rúgó – likvid eszközállományt tartalékolnak.

6-6. ábra: Termelést akadályozó tényezők az egyes ágakban

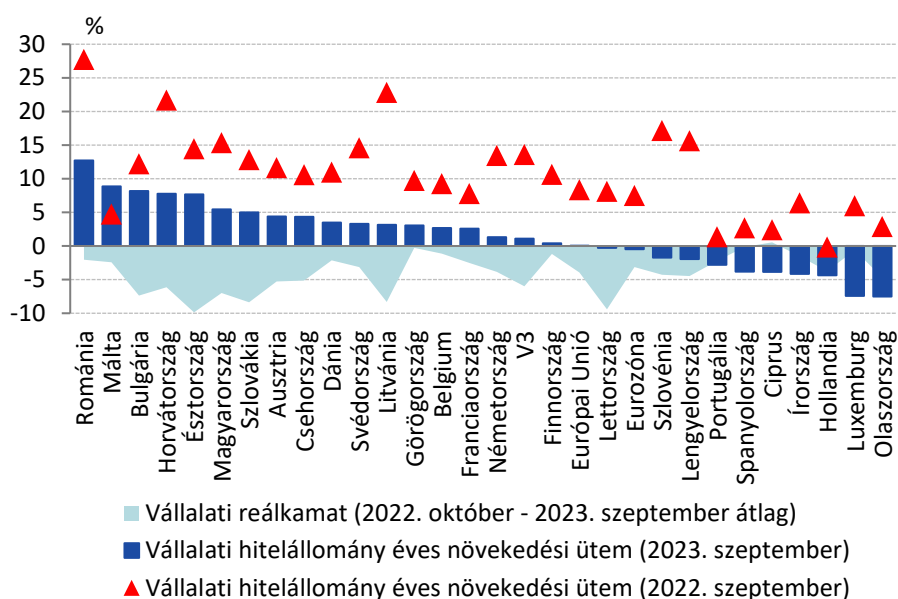


Megjegyzés: 2023. negyedik negyedévre vonatkozó adatok. Az építőipar esetében szeptember-november átlagára. *Időjárási feltételek csak az építőiparra vonatkoznak.

Forrás: Európai Bizottság, MNB

A lassuló hitelpiac egyáltalán nem magyar sajátosság. Az EU országok szinte mindegyikében lassul a vállalati hitelállomány bővülésének üteme, miközben az elmúlt egy évben Ciprus (+0,5 százalék) kivételével mindenhol negatív volt az átlagos reálkamat, amivel a vállalatok szembesültek (6-7. ábra). Az Európai Központi Bank hitelezési felmérésében a vállalati hitelkereslet éles, soha korábban nem látott mértékű csökkenéséről számolt be, amely leginkább a beruházási hiteleknél jelentkezett – negatív reálkamattól függetlenül.

6-7. ábra: A vállalati hitelállomány éves növekedésének változása, valamint a vállalati reál hitelkamat alakulása az EU országokban

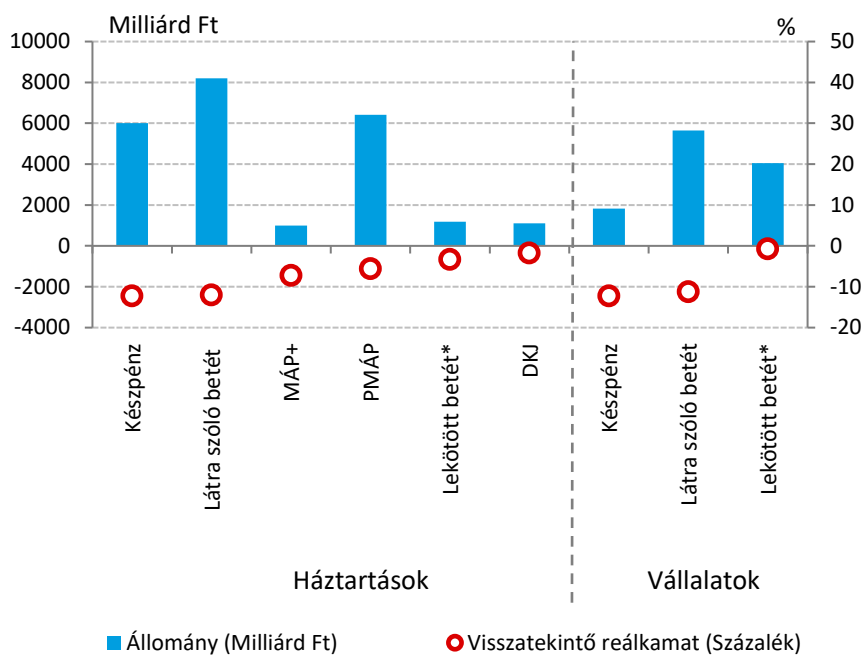


Megjegyzés: A reálkamat számítását az új vállalati hitelek átlagos havi kamata és a havi inflációs adatok alapján végeztük el azokra a hónapokra, ahol rendelkezésünkre állt kamatadat. A vállalati hitelkamatok az újonnan szerződött vállalati hitelek szerződéses összeggel súlyozott átlagos ügyleti kamatlábát tartalmazzák, amely a kamattámogatott hitelek esetében a támogatással növelt kamatlábát jelenti.

Forrás: EKB, MNB, Eurostat

Mindezek alapján az infláció leszorítása az alapfeltétele a hazai fogyasztás és a beruházások újraindulásának. A fogyasztásra a fentiek alapján a reáljüvedelmek erősebben hatottak, mint a reálkamatok. A lakosság számára elérhető pénzügyi eszközök reálkamata ugyanis mélyen negatív volt az elmúlt időszakban (6-8. ábra), ami így nem foghatta vissza a fogyasztást. A reálbér-növekedés előretekintve a nominális bérek hirtelen, egyensúlyinál gyorsabb emelkedésével fenntarthatóan nem biztosítható, mivel ez összességében tartósan magas inflációhoz és lassabb gazdasági növekedéshez vezethet. Kizárólag a megfelelően szigorú kamatkörnyezetben csökkenő infláció hozhatja el a reálbérek fenntartható módon való emelkedését. Ezáltal a fogyasztás tartósan élénkülhet, mellyel párhuzamosan a beruházások is növekvő pályára állhatnak.

6-8. ábra: A háztartások és a vállalatok egyes pénzügyi eszközeinek reálhozama és állománya



Megjegyzés: 2023. szeptember végi állományok. Visszatekintő hozam = 2022 szeptemberében elérhető hozam – 2023. szeptemberi éves infláció. *A hónapon belül lejáró, rövid futamidejű betétek többszöri lekötése növeli a lekötött betétek adott havi új szerződésének összegét és ezen keresztül az új szerződésekre vonatkozó átlagos kamatláb alakulását befolyásolja. Ennek következtében 1-1 kiemelt ügyfél – akár többszöri – nagyszámú lekötése az átlagos kamatláb növekedésének irányába hat.

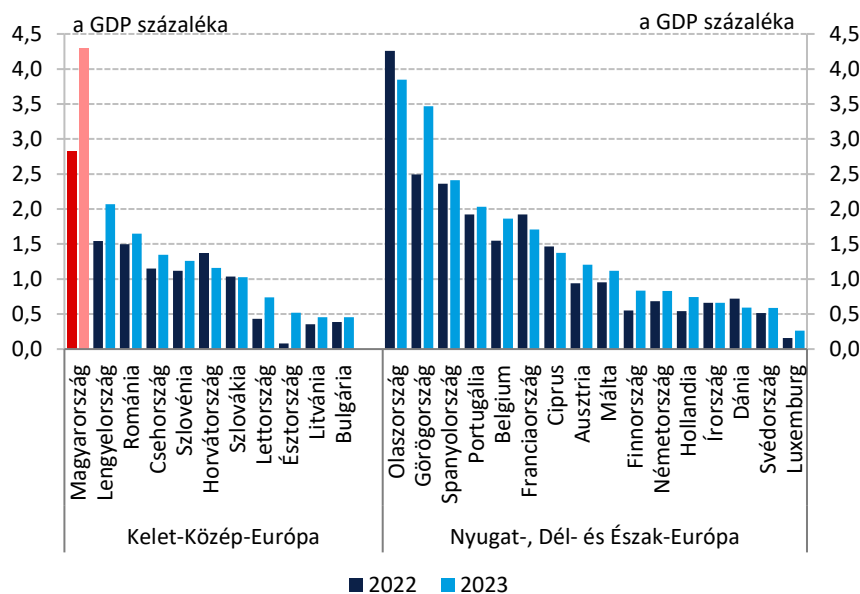
Forrás: MNB

6.2. Az állami kamatkiadások emelkedését meghatározó tényezők

Jelentős teher a költségvetés számára a kamatkiadások emelkedése

Az állami kamatkiadások főként a magas infláció miatt 2023-ban mintegy 1400 milliárd forinttal a GDP 4,3 százalékára emelkedhetnek, ami a legmagasabb érték az EU-ban. 2022-ben a GDP-arányos kamatkiadás 2,8 százalékot tett ki hazánkban, ami a második legmagasabb értéket jelentette az EU-országokban és a legmagasabbat a kelet-közép-európai régióban. Idén hazánk kamatkiadása elérheti a GDP 4,3 százalékát (6-9. ábra), ami megelőzve Olaszországot is, a legnagyobb érték az EU-ban.

6-9. ábra: A GDP-arányos bruttó állami kamatkiadás alakulása az Európai Unió tagországaiban



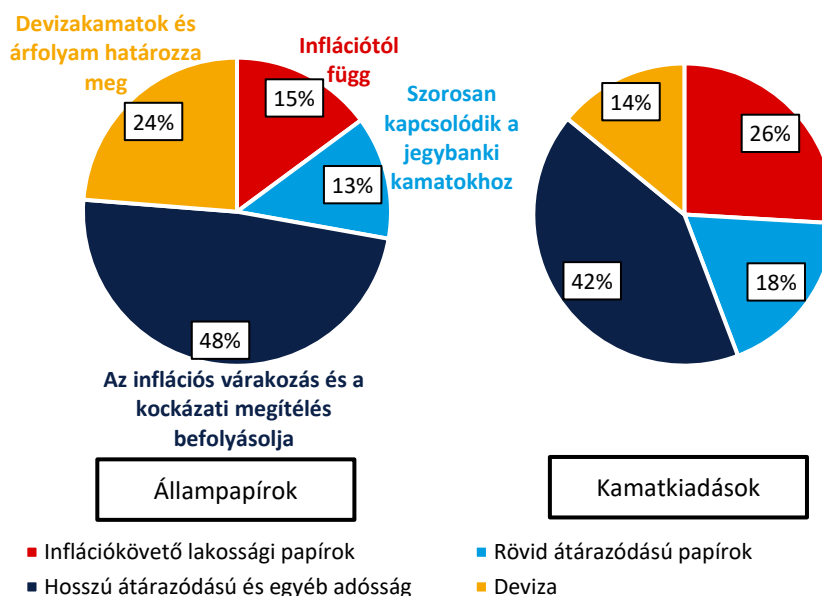
Forrás: AMECO, MNB

Az infláció fokozza, míg a jegybanki lépések visszafogják a kamatkiadások növekedését

Az államadósság költségét annak szerkezete alapján több tényező, így az infláció, az inflációs várakozások, az ország kockázati megítélése, az árfolyam alakulása, valamint a hazai és nemzetközi állampapírpiacokon kialakult hozamok együttesen alkotják. Az államadósság szerkezete összetett, többféle kötelezettség, illetve főként hitelviszonyt megtestesítő instrumentumok, állampapírok alkotják, amelyek eltérő kamatozásúak, futamidejűek, illetve denominációjúak lehetnek. Az adósság szerkezetét is vizsgálva megbecsülhetjük, hogy az egyes tényezők a kamatkiadások mekkora részére hatnak.

Az állampapírok kisebb részét, mindössze 13 százalékát kitevő rövid átárazódású diszkontkincstárjegyek (DKJ) és változó kamatozású kötvények azok, amelyek kamata szorosabban kapcsolódik a jegybanki kamatlábakhoz. Ezzel szemben az infláció a teljes állampapír-állomány 15 százalékát képviselő inflációkövető lakossági kötvények kamatát közvetlenül határozza meg. Emellett az állampapírok csaknem felét, 48 százalékát kitevő hosszú lejáratú és fix kamatozású papírok kamatát a fejlett piaci kamatközeg, az inflációs várakozások és az ország kockázati megítélése, míg az állampapírok 24 százalékát kitevő devizakötvények kamatát a külső kamatkörnyezet és a kockázati megítélés határozza meg (6-10. ábra).

6-10. ábra: Az állampapírok és az állami kamatkiadások megoszlásának várható alakulása 2023-ban

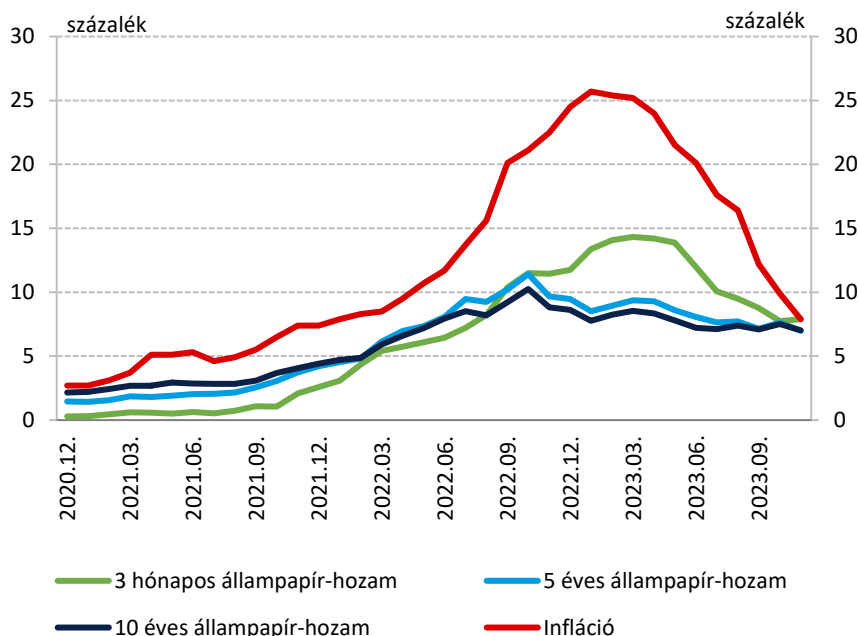


Megjegyzés: Az állampapírok a teljes államadósság közel 90 százalékát adják. A teljes államadósságon belül a devizaadósság aránya 28 százalék.

Forrás: ÁKK, MNB

Az állami kamatkiadásokra ható tényezők közül az infláció emelkedett a legnagyobb mértékben (6-11. ábra). A közepes és hosszú forint állampapírok hozama 2022-ben éves átlagban 7-9 százalékot tett ki, míg a rövid hozamok éves átlaga 7-8 százalék volt. 2023-ban a hosszú hozamok átlagosan 7-10 százalék között alakultak, míg a rövid hozamok átlaga 11-12 százalék körül volt. Az infláció tavaly éves átlagban 14,5 százalékra emelkedett, míg 2023 első felében 20 százalék felett alakult, majd novemberre 7,9 százalékra mérséklődött.

6-11. ábra: Az infláció és a benchmark állampapír-piaci hozamok alakulása



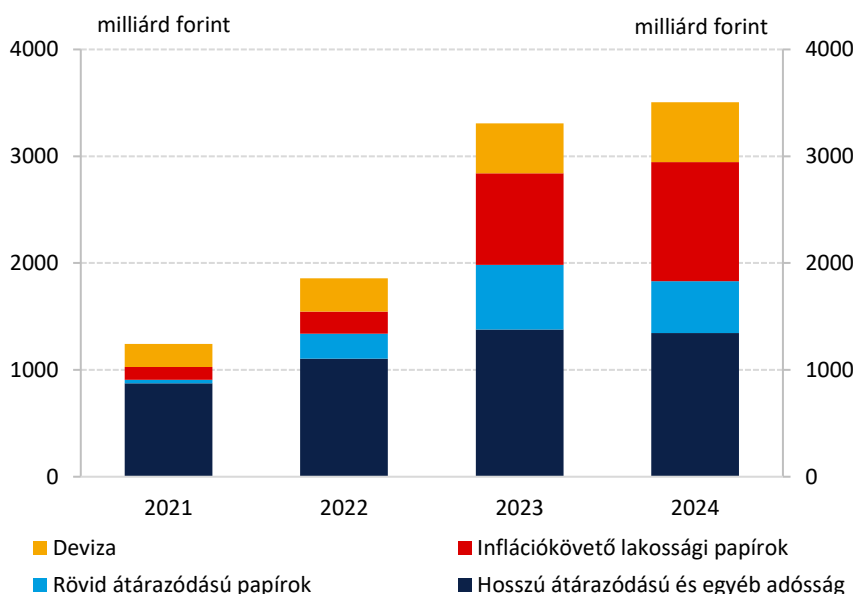
Forrás: ÁKK, KSH

Az állami kamatkiadások növekedésének csaknem felét a magas infláció és az inflációkövető állampapírok állományának emelkedése okozza (6-12. ábra). Az infláció jelentős szerepet játszik a kamatkiadások növekedésében: a magas infláció és az inflációkövető állampapír-állomány emelkedése miatt az inflációindexált lakossági állampapírok eredményeszméletű

kamatkiadása 2022 és 2023 között 660 milliárd forinttal – közel 860 milliárd forintra – emelkedik, ami az állami kamatkiadások idei emelkedésének csaknem fele. 2024-ben ezen papírok utáni kamatkiadás már megközelítheti az 1120 milliárd forintot. A kiadások növekedését az is fokozza, hogy a magas infláció miatt az inflációkövető lakossági papírok iránti kereslet is nagyobb, a Prémium Magyar Állampapírok és Babakötvények állománya a 2022. végi 4500 milliárd forintról 2023. november közepére 7000 milliárd forint közelébe emelkedett. Az infláció kamatkiadásokra gyakorolt hatását mutatja, hogy ezen papírok esetében az infláció 1 százalékpontos csökkenése 70 milliárd forint kamatkiadás-csökkenést jelent évente.

A rövid átárazódású állampapírok kamatkiadása az infláció miatti kamatkiadás-növekedés alig több, mint felével 370 milliárd forinttal növekedhet idén, míg jövőre már várhatóan csökken az ezen papírok után fizetett kamatkiadás (6-12. ábra). A hosszú átárazódású állampapírok kamatkiadása mintegy 270 milliárd forinttal, míg a deviza-kamatkiadások 150 milliárd forinttal emelkednek tavalyhoz képest. 2024-re várakozásunk szerint a rövid átárazódású papírok kamatkiadása már jelentős mértékben, 120 milliárd forinttal csökkenhet. A hosszú átárazódású papíroké 40 milliárd forinttal csökken, míg a deviza-kamatkiadás mintegy 100 milliárd forinttal nő.

6-12. ábra: Az állami kamatkiadások változásának felbontása



Forrás: ÁKK, MNB

Az inflációs várakozások horgonyzása közvetett módon mérsékli a hosszú hozamokat, elősegíti a pénzpiacok stabilitását, így az adósság nagy részét kitevő forintkötvényeken a kamatkiadásokat mérsékli. Jó példa erre, hogy a 2022. októberi rendkívüli 500 bázispontos kamatemelés után megállt a hosszú hozamok gyors felfutása, és a következő egy hónapban az 5 éves állampapírhozam 330, a 10 éves 235 bázisponttal csökkent (6-12. ábra). **A kamatemelést követően az állam finanszírozási költsége csökkent, hiszen olcsóbban tudott forrást bevonnai a finanszírozás szempontjából egyik legfontosabb piacról.**

A kamatkiadások mellett az állam kamatbevételei is emelkednek, ami részben ellensúlyozza a bruttó kamatfizetés emelkedését, így a nettó kamatkiadás a GDP 3,6 százaléka lehet 2023-ban. A kamatbevételek egyik fő forrása az MNB által fizetett kamat az állam jegybanknál vezetett betéteire, amely kamatbevételek összege a 2023. évi költségvetési törvény előirányzata alapján idén meghaladhatja a 170 milliárd forintot, a GDP 0,2 százalékát. Ezért a nemzetközi gyakorlatnak megfelelő módon az állam likvid betéteire fizetett jegybanki kamatszint csökkenti az állami nettó kamatkiadások emelkedését.

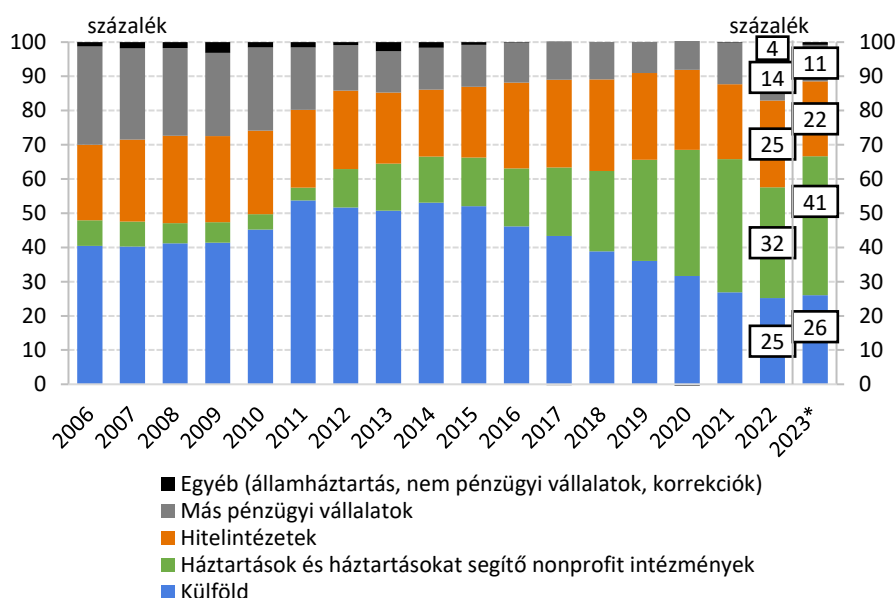
Az állami kamatfizetés mintegy háromnegyede belföldön marad

Az állam magasabb kamatkiadásának számottevő része belföldre és azon belül is a lakossághoz kerül. Az elmúlt években az államadósság-kezelési stratégia egyik fő célja a belföldi finanszírozás erősítése volt. Az államadósságon belüli belföldi tulajdon arányával párhuzamosan fokozatosan nőtt a belföldiek részesedése az állami kamatfizetésből 2011 óta. Míg

korábban az adósság mintegy harmada volt hazai kézben, addig 2022 végére ez az arány már közel kétharmad volt. Ezen belül a lakossági tulajdoni hányad tavaly megközelítette a GDP 16 százalékát és meghaladta a teljes adósság 21 százalékát, ami a legmagasabb érték az EU-n belül. Tavaly az összes állami kamatkidás közel harmadát a háztartások (a GDP 0,9 százaléka), negyedét a hitelintézetek (a GDP 0,7 százaléka), 14 százalékát (a GDP 0,4 százaléka) más pénzügyi vállalatok (biztosítók, pénztárak, MNB) kapták. A külföldi szereplők részesedése a teljes állami kamatkidásból mindössze egynegyed (a GDP 0,7 százaléka) volt (6-13. ábra).

2023-ban a kamatkidásokon belül a lakosságnak fizetett kamatfizetés emelkedik a leginkább, így a lakosság részesedése a 2022. évi 32 százalékról (a GDP 0,9 százaléka) 41 százalékra (a GDP 1,7 százaléka) emelkedik 2023-ban (6-13. ábra). A fentiekkel összefüggésben ez annak a következménye, hogy a lakossági állampapírok állománya emelkedik, kamatkidásuk pedig jelentős részben az inflációhoz van kötve. Előrejelzésünk szerint a hitelintézetek és más pénzügyi vállalatok számára fizetett kamatok mérséklődhetnek, míg a külföldnek fizetett kamatok részaránya kismértékben emelkedhet a nagy összegű idei devizakibocsátások következtében.

6-13. ábra: Az állami kamatkidások felbontása szektorok szerint a teljes kamatkidás arányában



Megjegyzés: MNB-előrejelzés

Forrás: MNB

Összességében 2023-ban a magas infláció következtében az állami kamatkidások a GDP 4,3 százalékára emelkedhetnek, ami a legmagasabb lehet az EU-ban. Az állami kamatkidások növekedésének több mint fele az inflációkövető papírokhoz köthető, miközben az infláció több más csatornán keresztül is növeli a költségvetés terheit. A jegybanki kamatlábakhoz az állampapírok mindössze 13 százalékának kamata kapcsolódik szorosabban, míg a monetáris politikai lépések az államadósság nagy részére hatva éveken keresztül mérséklék a költségvetés kamatterheinek növekedését az inflációs várakozások letörésének és a piac stabilizálásának köszönhetően. Az állam kamatkidásai tehát az MNB lépései nélkül még magasabbra emelkedtek volna. A kamatkidások növekedését részben ellensúlyozza az állami kamatbevételek emelkedése, amelynek egyik fő forrása az MNB által az állami betétekre fizetett kamat. A lakossági állampapírok magas aránya következtében az állam magasabb kamatkidásának kedvezőtlen hatását részben tompítja, hogy ennek nagy része belföldön marad.

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 GDP-előrejelzés legyezőábrája	17
1-5. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése	17
1-6. ábra: A fogyasztás, valamint a rendelkezésre álló jövedelem tételeinek éves változása reálértéken	18
1-7. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában	18
1-8. ábra: A háztartási hitelezés előrejelzése	19
1-9. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	20
1-10. ábra: Az exportpiaci részesedés változása	21
1-11. ábra: A lakossági fogyasztás, a nemzetgazdasági reál átlagkereset és a fogyasztóiár-index alakulása	22
1-12. ábra: Az élelmiszer árszint alakulása az Európai Unió országaiban	22
1-13. ábra: A háztartási szektor pénzügyi vagyona és a nemzetgazdasági átlagbérek alakulása reálértéken	23
1-14. ábra: A háztartások nettó pénzügyi megtakarításainak alakulása	23
1-15. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében	24
1-16. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása	24
1-17. ábra: A munkaképes korú népesség és a versenyszférában foglalkoztatottak számának éves változása	25
1-18. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása	25
2-1. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	28
3-1. ábra: A GDP növekedése a világ meghatározó gazdaságaiban	33
3-2. ábra: A világ ipari termelésének és a világkereskedelemnek az alakulása	34
3-3. ábra: Nyersanyagárak alakulása	34
3-4. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása	35
3-5. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban	35
3-6. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban	36
3-7. ábra: A 10 éves amerikai és német állampapírhozamok alakulása	37
3-8. ábra: A GDP éves változása 2023. harmadik negyedévben az Európai Unió országaiban	38
3-9. ábra: A GDP éves változásának felhasználás oldali dekompozíciója	38
3-10. ábra: A GDP éves változásának termelés oldali dekompozíciója	39
3-11. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések és az online pénztárgépek forgalmának éves változása reálértéken	40
3-12. ábra: Lakáspiaci tranzakciók száma településtípusonként	40
3-13. ábra: A beruházások éves változásának felbontása	41
3-14. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	41
3-15. ábra: A hazai ipari termelés éves változásának ágazati felbontása	42
3-16. ábra: Az építőipari termelés éves változása	42
3-17. ábra: A bruttó hazai termék alakulása a koronavírus-válság előtti szinthez képest	43
3-18. ábra: A bruttó állóeszköz-felhalmozás alakulása a koronavírus-válság előtti szinthez képest	44
3-19. ábra: Az egyes nemzetgazdasági szektorok beruházási teljesítményének éves változása	45
3-20. ábra: A háztartások fogyasztási kiadásainak alakulása a koronavírus-válság előtti szinthez képest	46
3-21. ábra: Az export alakulása a koronavírus-válság előtti szinthez képest	46
3-22. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása	47
3-23. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása	47
3-24. ábra: A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók	48
3-25. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása	48

3-26. ábra: Az átlagkeresetek eloszlása Magyarországon 2022-ben.....	49
3-27. ábra: A minimálbér és a garantált bérminimum emelés reálértéken	50
3-28. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban	51
3-29. ábra: A világpiacon élelmiszerárak alakulása	52
3-30. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása.....	52
3-31. ábra: A fogyasztói árak havi árváltozásának alakulása üzemanyagok és szabályozott árak nélkül.....	53
3-32. ábra: Az infláció dekompozíciója	53
3-33. ábra: Az inflációs alapmutatók	53
3-34. ábra: Az iparcikkek árváltozása	54
3-35. ábra: Az iparcikkek havi árváltozásának alakulása	54
3-36. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása	54
3-37. ábra: Inflációs várakozások a régióban	55
3-38. ábra: A hazai árszínvonal-emelkedés visegrádi országokkal szembeni többletének dekompozíciója 2021. június óta.....	55
3-39. ábra: Az infláció csökkenésének dekompozíciója 2023. január óta	56
3-40. ábra: A feldolgozott és feldolgozatlan élelmiszerek inflációjának alakulása.....	56
3-41. ábra: Élelmiszerinfláció az Európai Unió országaiban (2023. október)	57
3-42. ábra: Élelmiszeripar munkatermelékenysége (2021)	57
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői	58
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása	58
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya.....	59
4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása	59
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása	59
4-6. ábra: A nem pénzügyi vállalatok likvid eszközeinek GDP-arányos állományának összetétele.....	60
4-7. ábra: A nem pénzügyi vállalatok likvid eszközeinek GDP-arányos állománya EU-s összevetésben	61
4-8. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába	62
4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részesegmensben	62
4-10. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje.....	63
4-11. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegmensben.....	63
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei	64
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása	64
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint.....	65
5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása.....	65
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása	66
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása	67
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása.....	68
5-8. ábra: A kormányzati szektor eredményszemléletű egyenlege.....	69
5-9. ábra: Az adó- és járulékbételek eltérése az előirányzattól a GDP százalékában 2023-ban	69
5-10. ábra: Az államadósság várható alakulása	70
6-1. ábra: A GDP éves átlagos növekedésének változása és az átlagos visszatekintő reálkamat az EU országaiban	72
6-2. ábra: A nemzetgazdasági reálbér, és a háztartások fogyasztási kiadásainak éves változása, valamint a lakossági megtakarítások reálkamatának alakulása Magyarországon.....	73
6-3. ábra: A háztartások fogyasztási kiadásainak éves változása a felhasználás szerint Magyarországon.....	74
6-4. ábra: Az ESI fogyasztói bizalmi index alakulása	74
6-5. ábra: A háztartási hitelezés tranzakciós éves növekedési üteme	75
6-6. ábra: Termelést akadályozó tényezők az egyes ágakban	75
6-7. ábra: A vállalati hitelállomány éves növekedésének változása, valamint a vállalati reál hitelkamat alakulása az EU országaiban.....	76
6-8. ábra: A háztartások és a vállalatok egyes pénzügyi eszközeinek reálhozama és állománya.....	77
6-9. ábra: A GDP-arányos bruttó állami kamatkidadás alakulása az Európai Unió tagországaiban	78
6-10. ábra: Az állampapírok és az állami kamatkidadások megoszlásának várható alakulása 2023-ban.....	79
6-11. ábra: Az infláció és a benchmark állampapír-piaci hozamok alakulása.....	79

6-12. ábra: Az állami kamatkiadások változásának felbontása	80
6-13. ábra: Az állami kamatkiadások felbontása szektorok szerint a teljes kamatkiadás arányában	81

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei	13
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása	14
1-3. táblázat: Az új hulladékgazdálkodási rendszer 2024. évi inflációs hatása	16
1-4. táblázat: A CSOK plusz becsült hitelpiaci hatása a 2024-2026-os időszakban	19
1-5. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása	19
1-6. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	26
1-7. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....	27
5-1. táblázat: A GDP-arányos külkereskedelmi egyenleg alakulása	66
5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók.....	68

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. december

Nyomda: Prospektus Kft.

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1013 BUDAPEST, KRISZTINA KÖRÚT 55.